



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

### **Masterthesis**

***In welke mate wordt de verwachte meerwaarde van een M&A (Merger & Acquisition) werkelijk gerealiseerd en wat zijn de drijvende factoren?***

#### **Louis Waelbers**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit

#### **PROMOTOR :**

dr. Ruveyda KELLECI



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

[www.uhasselt.be](http://www.uhasselt.be)  
Universiteit Hasselt  
Campus Hasselt:  
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt  
Campus Diepenbeek:  
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

**2022**  
**2023**



# Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

## ***Masterthesis***

***In welke mate wordt de verwachte meerwaarde van een M&A (Merger & Acquisition) werkelijk gerealiseerd en wat zijn de drijvende factoren?***

### **Louis Waelbers**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit

### **PROMOTOR :**

dr. Ruveyda KELLECI



## Woord vooraf

In het kader van de masterstudie accounting, finance en fiscaliteit aan de universiteit Hasselt, wordt er in deze studie onderzoek gevoerd naar het belang van 'Mergers and Acquisitions' (M&A's) in de bedrijfswereld. De aanleiding van dit onderzoek is het feit dat M&A's een populaire groeistrategie zijn voor bedrijven van elke maat en soort. Omwille van de grote vraag naar M&A's, tracht dit onderzoek een sterk onderliggend begrip te creëren waarom dit principe een meerwaarde kan genereren voor de ondernemer, de onderneming en de economie in zijn geheel. Er wordt hierbij geprobeerd om de verschillende factoren die hierin een belangrijke rol spelen op een wetenschappelijke manier in kaart te brengen.

Gedurende de economische opleiding aan de universiteit Hasselt, wordt er een groot gamma aan economische thema's behandeld die betrekking hebben op financiën en groeistrategieën voor ondernemingen. Deze kennis vormt de onderliggende basis van M&A's, zonder dat er specifiek in detail wordt ingegaan op dit onderwerp tijdens de academische sessies. Als student van deze leerrijke opleiding voelde ik de drang om dit onderwerp in detail te bestuderen en op een professionele manier het onderwerp in de kijker te zetten. Verder leek het me interessant om hierbij een wetenschappelijke benadering te combineren met praktische kennis van M&A-adviseurs in de bedrijfswereld om de visie van deze twee partijen samen te brengen in één geheel.

Ik zou via dit voorwoord een dankwoord willen uitsturen aan Dr. Kelleci Ruvéyda die me uitstekend begeleidde tijdens het schrijven van deze masterscriptie. Dr. Ruvéyda voorzag me van constructieve feedback, waardoor het onderzoek een uitgebreid basisbegrip kan genereren voor deskundigen binnen dit vakgebied. Bijgevolg nam de kwaliteit van het onderzoek toe en kon de studie naar een hoger level gebracht worden. Verder wil ik Thomas Viaene bedanken die me begeleid heeft in de exhaustieve zoektocht naar experts die bevestiging konden worden binnen dit vakgebied, alsook specifieke cases die problematieken in de M&A wereld behandelen. Dit heeft ertoe geleid dat er voldoende data verzameld kon worden om de wetenschappelijke literatuur te vergelijken met de bevindingen van experts en alzo de bevindingen in deze studie degelijk te onderbouwen.

Tot slot wens ik alle lezers van dit onderzoek een leerrijke en plezierige ervaring toe en hoop ik dat deze scriptie een meerwaarde kan bieden voor het uitbreiden van de kennis rond M&A's.

Louis Waelbers

Diepenbeek, 1 mei 2023

## Samenvatting

Deze masterscriptie is gekaderd in de wereld van de Mergers & Acquisitions (M&A's). M&A's zijn doorheen de geschiedenis een cruciale component voor het creëren van anorganische groei bij ondernemingen van elke soort. We zien uit data van Statista dat in 2021 ongeveer 63.215 bedrijven deelnamen aan een M&A voor een cumulatieve waarde van 5,9 triljoen US Dollars. Ondanks dat M&A's een belangrijke component zijn van de wereldwijde economie, worden M&A's niet altijd begrepen. Dat is de aanleiding naar dit onderzoek namelijk onderzoeken in welke mate de meerwaarde van een M&A effectief gerealiseerd wordt en welke factoren hier een invloed op hebben.

Om een correct onderbouwd begrip van een M&A te genereren, werd er gewerkt met drie luiken aan data namelijk, het voeren van een literatuurstudie, diepte-interviews en explorerende casestudies. Het eerste onderdeel is een uitgewerkte literatuurstudie die een M&A benadert vanuit de wetenschappelijke literatuur. Hierin wordt de bestaande wetenschappelijke literatuur rond M&A's doorgenomen en verwerkt in een uitgeschreven studie. De literatuurstudie maakt een opsomming van de besproken meerwaarde factoren in de wetenschappelijke literatuur. In het tweede luik worden vier M&A cases onderzocht, die ter beschikking werden gesteld door een M&A-adviseur. De casestudies zijn geanonimiseerde versies van bedrijfscombinaties die reeds plaatsgevonden hebben. Deze analyses werden vervolgens verwerkt in de resultaten van dit onderzoek. Het derde luik zijn zeven diepte-interviews die afgenomen werden met experts binnen de M&A wereld om een volledig beeld te schetsen van de factoren die een meerwaarde genereren. De diepte-interviews werden verwerkt in de resultatensectie.

Om een beter begrip te krijgen van een M&A, werd er in eerste instantie gefocust op de motieven om voor een M&A te kiezen. Het belangrijkste motief dat naar boven kwam in de literatuur en de diepte-interviews, is het realiseren van groei door het behalen van operationele synergiën waarbij beide bedrijven elkaars activiteiten aanvullen of kostenbesparingen doorvoeren. Een M&A biedt volgens de literatuur de kans om het marktsegment te vergroten en het kopende bedrijf naar een hoger niveau te tillen. Het motief dat belangrijk geacht werd door de respondenten van de diepte-interviews, is het verzekeren van opvolging van het verkopende bedrijf, alsook de continuïteit. Concreet worden er externe of interne mensen aangesteld om het verkopende management op te volgen en de dagelijkse activiteiten uit te voeren. Een ander motief uit de literatuur is de mogelijkheid tot het herstructureren van het bedrijf. Het laatste motief afkomstig uit de diepte-interviews, is het installeren van een nieuwe kapitaalstructuur om betere financiële prestaties te realiseren.

Na het bekijken van de motieven werden de verschillende fases van een M&A onder de loep genomen. Hier stellen we vast dat er drie grote fases zijn volgens de wetenschappelijke literatuur, namelijk: de pre-acquisitie fase, de dealfase en de post-acquisitie fase. De pre-acquisitie fase wordt in de literatuur gekenmerkt als de planningsfase, waar zowel de koper als de verkoper een inschatting maken over de haalbaarheid van de M&A. De dealfase is volgens de literatuur de fase

waarin M&A-specialisten met de verkoper, alsook in een latere fase met de koper rond de tafel gaan zitten om een transactie uit te werken. Hierbij wordt in de literatuur gefocust op het uitwerken van een waardering, het zoeken naar een gepaste koper, het opzetten van contracten en de transacties effectief ten uitvoer te brengen. De respondenten uit de diepte-interviews delen de dealfase op in kleinere subfases, terug te vinden in de resultatensectie. In de laatste fase vindt volgens de literatuur, alsook volgens de respondenten, de effectieve integratie van de M&A plaats. Dit wil zeggen dat de M&A afgerond wordt en men de nieuwe bedrijfscombinatie praktisch gaat uitwerken.

In deze alinea wordt er ingezoomd op de core van het onderzoek, namelijk de factoren die een meerwaarde genereren voor een M&A. De belangrijkste factor die de cases naar boven brachten is het stabiliseren van de financiële cijfers van het verkopende bedrijf. Wanneer de verkoper kan aantonen dat hij een gezonde financiële structuur heeft met groeipotentieel, zal dit de waarde van de M&A sterk verhogen. Vervolgens zien we dat het human capital een belangrijke meerwaarde generator is doordat de vaardigheden van beide managementteams gecombineerd worden in één divers team, alsook de flexibiliteit van werknemers om zich aan te passen aan de nieuwe omgeving. Let hierbij wel op dat M&A's binnen dezelfde sector makkelijker een meerwaarde genereren dan gediversifieerde ondernemingen. Dit leunt sterk aan bij het feit dat het managementteam voldoende marktkennis en knowhow moet hebben om een M&A goed te begeleiden. We zien ook dat schaalvoordelen een meerwaarde genereren door het opvullen van de bestaande productiecapaciteit en het optimaliseren van de kostenstructuur. Meerwaardes worden in de meeste gevallen uitgedrukt in financiële ratio's als IRR's, multiples en via rendementsanalyses.

Naast het feit dat in de meeste gevallen van M&A's een meerwaarde gerealiseerd wordt, leek het bijgevolg nuttig om ook te kijken naar de factoren die een minderwaarde genereren. De belangrijkste factor die naar voor kwam is het overwaarderen van de koper, waardoor er te veel betaald wordt voor de onderneming. Een volgende factor die naar voren kwam is het feit dat grote ondernemingen het moeilijker hebben om een M&A te organiseren doordat de grootte van het bedrijf de complexiteit van de deal verhoogt. Een mogelijke verklaring hiervoor kan men vinden door te stellen dat grotere ondernemingen actief zijn in meerdere landen en er een culturele clash kan ontstaan wanneer deze ondernemingen geïntegreerd worden. Een laatste factor die hier naar boven kwam is het maken van menselijke fouten. De basis hiervan ligt bij informatie asymmetrie tussen de koper en de verkoper. Wanneer beide partijen zaken misinterpreteren gebeuren er fouten. Net zoals bij de meerwaarde worden de factoren die een minderwaarde genereren uitgedrukt in financiële ratio's.

Als laatste onderdeel van dit onderzoek werd er dieper ingegaan op de waardering van de verkopende onderneming. Het is belangrijk dat een correcte prijs betaald wordt en er geen over- of onderwaardering is. Tijdens het waarderen van de onderneming wordt er een M&A-adviseur ingeschakeld die de kapitaalstructuur van de onderneming gaat optimaliseren aan de hand van leverage. Hierbij wordt de schuldgraad van de kopende onderneming verhoogd om het totale

rendement te verhogen. Om dit uit te werken wordt er gebruik gemaakt van DCF-analyses en van multiples.

De masterscriptie probeert op deze manier een gedegen analyse aan te bieden van de verschillende factoren die een meerwaarde of een minderwaarde genereren bij een M&A. Tijdens het voeren van het onderzoek bleek evenwel dat er meer beïnvloedende factoren zijn dan de reeds besproken factoren. Hierdoor is er nog ruimte voor verder onderzoek.

Het onderzoek kent zijn beperkingen door het feit dat niet alle factoren die een M&A beïnvloeden onderzocht kunnen worden omwille van de grote hoeveelheid aan verzamelde data. Concreet niet alle motieven die de respondenten aanhaalden kunnen niet teruggevonden in de literatuur, zoals bijvoorbeeld: verwerven van aandeelhouderschap door de koper, het aanwakkeren van de zin om opnieuw te ondernemen door de verkoper, de strategische keuze om een M&A te doen, .... Verder werd de data verzameld via het sneeuwbal effect gezien het niet éénvoudig is om de juiste respondenten te vinden binnen de M&A wereld. Hierdoor mist dit onderzoek de visie die kopers, overheden of andere partijen hebben op een M&A. Wat betreft de cases is het onmogelijk om het volledige proces te analyseren gezien men het start- en eindpunt van een M&A moeilijk kan bepalen omdat deze altijd doorloopt en eventueel kan uitmonden in verdere overnames. Gezien het onderzoek uitgevoerd werd in een periode van één academiejaar, is het echter lastig om het volledige proces tot in detail te onderzoeken vanwege de duurtijd van een M&A.

Een mogelijke aanbeveling voor toekomstig onderzoek bevindt zich in het motief voor een cash-out. Meer specifiek haalden de respondenten aan dat het vermogen van de bedrijfsleider veiliggesteld kan worden door dit op een slimme manier uit de onderneming te halen. Het kan hierbij nuttig zijn om verder onderzoek te voeren naar hoe men op een correcte manier het vermogen van de bedrijfsleider kan de-risken aan de hand van een M&A. Men kan de gevolgen voor de onderneming te onderzoeken wanneer de bedrijfsleider volledig uit het kapitaal stapt.

# Inhoudsopgave

<b>Probleemstelling</b> .....	<b>9</b>
<b>1. M&amp;A's gedefinieerd:</b> .....	<b>13</b>
<b>2. Motieven voor een M&amp;A</b> .....	<b>14</b>
2.1. Groei .....	14
2.2. Synergiën .....	15
2.3. Cash-out.....	16
2.4. Herstructureringsmogelijkheden .....	17
2.5. Impact op de kapitaalstructuur .....	17
<b>3. Fases van een M&amp;A</b> .....	<b>18</b>
3.1. Vóór de overname .....	19
3.2. De dealfase .....	20
3.3. Ná de overname .....	21
<b>4. Factoren die een meerwaarde genereren</b> .....	<b>21</b>
4.1. Het meten van een meerwaarde .....	22
4.2. Horizontale overnames.....	22
4.3. Schaal-economieën en economieën van scope .....	23
4.4. Niet-financiële factoren die een meerwaarde genereren .....	24
<b>5. Factoren die een minderwaarde genereren</b> .....	<b>25</b>
5.1. Het meten van een minderwaarde .....	25
5.2. Grootte van het bedrijf .....	26
5.3. Landsgrenzen .....	26
5.4. Diversificatie .....	27
5.5. Menselijk kapitaal .....	28
5.6. Hybris.....	29
5.7. Informatie asymmetrie .....	30
<b>6. De invloed van waardering</b> .....	<b>31</b>
6.1. Waarderingstechnieken.....	31
6.2. Kapitaalstructuur .....	32
6.3. Gevaren van een foutieve waardering .....	32
<b>Methodologie</b> .....	<b>33</b>



<b>1.</b>	<b><i>Dataverzameling</i></b> .....	<b>33</b>
1.1.	<b>Casestudies</b> .....	<b>34</b>
1.2.	<b>Diepte-interviews</b> .....	<b>34</b>
<b>2.</b>	<b><i>Datastructuur</i></b> .....	<b>35</b>
	<b><i>Resultaten</i></b> .....	<b>37</b>
<b>1.</b>	<b><i>Motieven voor een M&amp;A</i></b> .....	<b>37</b>
1.1.	<b>Andere motieven voor een M&amp;A</b> .....	<b>38</b>
1.2.	<b>Groei</b> .....	<b>39</b>
1.3.	<b>Synergiën</b> .....	<b>40</b>
1.4.	<b>Herstructureringsmogelijkheden</b> .....	<b>40</b>
1.5.	<b>Impact op de kapitaalstructuur</b> .....	<b>41</b>
<b>2.</b>	<b><i>Fases van een M&amp;A</i></b> .....	<b>42</b>
2.1.	<b>Subfases</b> .....	<b>42</b>
2.1.1	<b>Fase 1: De pitch</b> .....	<b>42</b>
2.1.2	<b>Fase 2: Engagement letter</b> .....	<b>42</b>
2.1.3	<b>Fase 3: Marketingplan</b> .....	<b>43</b>
2.1.4	<b>Fase 4: Process Letter &amp; NBO</b> .....	<b>43</b>
2.1.5	<b>Fase 5: Due diligence</b> .....	<b>43</b>
2.1.6	<b>Fase 6: Binding offers &amp; LOI</b> .....	<b>44</b>
2.1.7	<b>Fase 7: Signing &amp; closing</b> .....	<b>44</b>
2.1.8	<b>Fase 8: Post-transactie fase</b> .....	<b>44</b>
2.2.	<b>Onderhandelingen &amp; contracten</b> .....	<b>45</b>
<b>3.</b>	<b><i>Factoren die een meerwaarde genereren</i></b> .....	<b>46</b>
3.1.	<b>Andere factoren die een meerwaarde genereren</b> .....	<b>46</b>
3.2.	<b>Het meten van een meerwaarde</b> .....	<b>48</b>
3.3.	<b>Horizontale overnames</b> .....	<b>49</b>
3.4.	<b>Schaal-economieën en economieën van scope</b> .....	<b>50</b>
<b>4.</b>	<b><i>Factoren die een minderwaarde genereren</i></b> .....	<b>51</b>
4.1.	<b>Andere factoren die een minderwaarde genereren</b> .....	<b>51</b>
4.2.	<b>Het meten van een minderwaarde</b> .....	<b>53</b>
4.3.	<b>Grootte van het bedrijf</b> .....	<b>53</b>
4.4.	<b>Landsgrenzen</b> .....	<b>53</b>
4.5.	<b>Menselijke fouten</b> .....	<b>55</b>

4.6.	Informatie asymmetrie .....	56
<b>5.</b>	<b><i>De invloed van waardering</i></b> .....	<b>57</b>
5.1.	Waarderingstechnieken.....	57
5.2.	Kapitaalstructuur .....	58
5.3.	Gevaren van een foutieve waardering .....	60
	<b><i>Discussie</i></b> .....	<b>63</b>
<b>1.</b>	<b><i>Bevindingen</i></b> .....	<b>63</b>
1.1.	Motieven voor een M&A.....	63
1.2.	Fases van een M&A.....	64
1.3.	Factoren die een meerwaarde genereren .....	65
1.4.	Factoren die een minderwaarde genereren .....	66
1.5.	De invloed van waardering .....	68
<b>2.</b>	<b><i>Beperkingen</i></b> .....	<b>68</b>
<b>3.</b>	<b><i>Aanbevelingen voor toekomstig onderzoek</i></b> .....	<b>69</b>
	<b><i>Conclusie</i></b> .....	<b>71</b>
	<b><i>Bibliografie</i></b> .....	<b>73</b>
	<b><i>Bijlagen</i></b> .....	<b>79</b>
<b>1.</b>	<b><i>Interviewleidraad</i></b> .....	<b>79</b>
<b>2.</b>	<b><i>Cases</i></b> .....	<b>80</b>
2.1.	Case A .....	80
2.2.	Case B .....	80
2.3.	Case C .....	80
2.4.	Case D .....	80
<b>3.</b>	<b><i>Datastructuur</i></b> .....	<b>81</b>



## Probleemstelling

Mergers & Acquisitions (M&A's) zijn een cruciaal hulpmiddel voor het creëren van groei bij bedrijven wereldwijd (Ferdinandov, 2020). Meer specifiek gaat het volgens MacDonald (2005) bij M&A's over de groei van de aandeelhouderswaarde van de onderneming. De aandeelhouderswaarde wordt uitgedrukt in een toename van het rendement op aandelen of een toename in operationele efficiëntie (Renneboog et al., 2019). Naast groei realiseren M&A's een beter imago wanneer twee bedrijven één sterke entiteit vormen met een grote naambekendheid (Maran et al., 2021). Een ander voordeel is de diversificatie van het ondernemingsportfolio wat voor een hoger rendement zorgt aangezien er op die manier meer marktmacht kan ontstaan (Erel et al., 2012). Volgens Bena et al. (2014) zorgen M&A's voor het ontwikkelen van nieuwe innovatieve technologieën en meer patent aanvragen. Ook uit cijfers van de databank van 'Statista', zien we dat er wereldwijd in 2021 ongeveer 63.215 bedrijven deelnamen aan een M&A met een cumulatieve waarde van 5,9 triljoen US Dollars (Statista, 2022). Deze cijfers tonen nog eens de wereldwijde omvang van M&A's.

Een M&A kan men definiëren als volgt: 'A takeover and acquisition can be defined as the activities by which acquiring firms can control more than 50% of the equity of target firms, whereas in a merger at least two firms are combined with each other to form a "new" legal entity' (Lin et al., 2013). In de literatuur maakt men een onderscheid tussen succesvolle en mislukte M&A's. Een M&A wordt een succes genoemd wanneer de totale waarde van het nieuwe bedrijf groter wordt dan de waarde van de twee aparte bedrijven (Netter et al., 2011). Het succes kan gemeten worden aan de hand van verschillende maatstaven, bijvoorbeeld: een toename in operationele activiteiten, groei van de aandelenwaarde, het creëren van synergiën (Renneboog et al., 2019), het toenemen van R&D patenten (Bena et al., 2014), .... Echter, leiden niet alle M&A's tot een succes. Een M&A wordt een mislukking genoemd wanneer er na de deal een minderwaarde ontstaat in tegenstelling tot de verwachte meerwaarde die berekend werd (Erel et al., 2012). Enkele voorbeelden die kunnen leiden tot een minderwaarde zijn: slechte waarderingen (Erel et al., 2012), de grootte van het bedrijf omwille van het managen van de verschillende sites (Bohlin et al., 1998), overschatting van synergiën (Renneboog et al., 2019), e.d. In de literatuurstudie gaan we hier dieper op in.

Experten in de financiële wereld zoals o.a., hedge-fund managers, investeringsanalisten en M&A-adviseurs hebben een groot belang bij een M&A. De experts hebben als rol de waardering van de onderneming op te maken. Op basis van deze waardering wordt de overnameprijs bepaald en bijgevolg is dit de prijs die de koper zal betalen voor de onderneming. Echter het opstellen van een waardering is geen eenvoudige procedure. Er zijn bij deze procedure altijd onverwachte factoren die een rol kunnen spelen zoals politieke en economische omstandigheden (Salame, 2006). Bijvoorbeeld de impact van de COVID19 pandemie op de creatie van toegevoegde waarde van ondernemingen, wat leidde tot lagere waarderingen. Een ander voorbeeld is een hoge inflatie die impact heeft op het rentebeleid van de centrale banken en bijgevolg op de waardering van een onderneming omdat de kapitaalstructuur hierdoor aangetast wordt (Valaskova et al., 2019). In

detail zorgt het rentebeleid voor een toename van de kapitaalkost van ondernemingen waardoor het duurder wordt voor bedrijven om te lenen en bijgevolg te investeren in een overname.

Volgens Renneboog et al. (2019) is er veel onderzoek gevoerd naar succesvolle versus mislukte M&A's, de redenen van mislukking en de gevolgen. In de vorige alinea's zijn er al een aantal voorbeelden aangehaald die een invloed hebben op het succes of de mislukking zoals het creëren van synergiën, te hoge waarderingen, .... Hierdoor wordt duidelijk benadrukt dat M&A's een complexe en moeilijke materie zijn. Wat deze materie nog complexer maakt, is het feit dat er veel verschillende partijen betrokken zijn bij het uitvoeren van M&A's. Enkele voorbeelden: twee HR-afdelingen die omgevormd moeten worden tot één en waarbij de juiste werknemers behouden moeten blijven (Latukha et al., 2013), de raad van bestuur moet een overnameplan uitwerken (Demirtaş, 2017), M&A-adviseurs moeten een waardering opstellen (Xie et al., 2022), de koper en de verkoper moeten samen onderhandelen over een prijs, .... Al deze partijen hebben onrechtstreeks invloed op elkaar en moeten perfect gestroomlijnd werken om een meerwaarde te kunnen creëren.

In dit onderzoek staat de volgende onderzoeksvraag centraal: 'In welke mate wordt de verwachte meerwaarde van een M&A werkelijk gerealiseerd en wat zijn de drijvende factoren?'. Dit vraagstuk vertrekt vanuit een ex post blik op de M&A. De onderliggende reden hiervoor is dat het uitwerken van synergiën tijd in beslag neemt (Mitchell et al., 2004; Malmendier et al., 2018). Het duurt even voordat het effect van een M&A kan waarneembaar is in de resultaten (Renneboog et al., 2019). Bijgevolg kan een ex post onderzoek meer inzichten bieden in de werkelijk gerealiseerde waarde van een M&A. In welke mate vinden we de benaderingen uit de wetenschappelijke literatuur terug in de case? Hiermee wordt bedoeld dat de reeds onderzochte factoren die een invloed hebben op een M&A opgesomd en beschreven zullen worden en de onderbelichte factoren geaccentueerd zullen worden.

Dit onderzoek volgt de definitie van een meerwaarde zoals omschreven door (Netter et al., 2011), namelijk: "Een M&A wordt een succes genoemd wanneer de totale waarde van het nieuwe bedrijf dan de waarde van de twee aparte bedrijven overstijgt". Om deze definitie beter te begrijpen gaan we trachten te analyseren hoe we een waardering kunnen opstellen en welke indicatoren hier een belangrijke rol spelen, bijvoorbeeld de Internal Rate of Return (IRR) (Hartman et al., 2004), Return On Investments (ROI), Weighed Average Cost of Capital (WACC), .... Van zodra we een beter begrip hebben van hoe de waarde van een onderneming bepaald wordt, gaan we kijken naar de drijvende factoren voor het realiseren van een meer- of minderwaarde van een M&A. Hierbij zal het organizational dynamics model van Kotter (1978) gehanteerd worden.

Het model van Kotter gaat dieper in op verschillende factoren binnen een organisatie die invloed hebben op haar performantie. Bijvoorbeeld de invloed van leiderschap op de besturingsstructuur na een overname, de invloed van HR op een M&A, de invloed van een M&A op de ontwikkeling van nieuwe technologieën, .... Bovendien willen we in deze masterproef ook verder kijken dan enkel financiële indicatoren voor het bepalen van de waarde van en M&A. Dit is een grote tekortkoming

van de bestaande literatuur omdat de waarde van een M&A meestal enkel bekeken wordt vanuit een financieel oogpunt (Ibrahimi, 2018). Hierdoor is er minder aandacht is voor het niet-financieel oogpunt en de niet financiële factoren die significant bijdragen aan de waarde van een M&A, zoals bijvoorbeeld imago, een goede besturingsstructuur, het belang van een goede bedrijfscultuur, het belang van de CEO, ... onderbelicht blijven. In dit onderzoek focussen wij ons dus zowel op financiële als niet-financiële factoren en hopen hierdoor bij te dragen aan de bestaande literatuur rond M&A's. De bijdragen en implicaties van dit onderzoek voor de bestaande literatuur, alsook voor de praktijk, worden toegelicht in het laatste hoofdstuk van deze masterproef.



## Literatuurstudie

Mergers & acquisitions zijn uitgebreid bestudeerd in de wetenschappelijke literatuur. Zoals in de probleemstelling aangehaald werd, is de reden hiervoor dat M&A's benaderd kunnen worden vanuit verschillende standpunten (Renneboog et al., 2019). Concreet wordt hiermee bedoeld dat M&A's bekeken worden vanuit het standpunt van de koper, de verkoper, adviseurs, banken en andere partijen. De kijk van verschillende partijen op M&A's maakt het erg complex om M&A's goed te begrijpen. In deze literatuurstudie wordt er dieper ingegaan op de definitie van een M&A, nadien wordt er gekeken wat mogelijke motieven zijn voor het uitvoeren van een M&A, alsook de verschillende fases van het M&A proces. Zodra deze onderdelen toegelicht zijn, wordt er bekeken welke factoren een meer- of minderwaarde kunnen creëren bij het uitvoeren van een M&A.

### 1. M&A's gedefinieerd:

In de probleemstelling werd aangehaald dat M&A's complexe activiteiten zijn en dat er verschillende drijvende factoren zijn om een M&A uit te voeren. Voordat er dieper ingegaan kan worden op de drijvende factoren van een M&A, is het belangrijk om goed te begrijpen wat een M&A inhoudt. De wetenschappelijke literatuur wijst uit dat dit niet éénvoudig is door de talrijke aanwezigheid van definities. Er is nog geen éénvoudige definitie van een M&A. De reden hiervoor is dat er verwarring kan ontstaan tussen een overname en een fusie (Popp, 2013). De meest voorkomende definities zijn de volgende:

- "Mergers and acquisitions refer to a process when an ownership control is transferred from the 'Target' to the 'Acquirer'." (Ferdinandov, 2020).
- "A takeover and acquisition can be defined as the activities by which acquiring firms can control more than 50% of the equity of target firms, whereas in a merger at least two firms are combined with each other to form a "new" legal entity." (Lin et al., 2013).

Uit bovenstaande definities kunnen we concluderen dat er bij een M&A een overgang van eigendom plaatsvindt. Koi-Akrofi (2016) gaan hier verder op in en controleren of er een duidelijk onderscheid gemaakt kan worden tussen de definitie van een 'merger' en een 'acquisition'. De merger wordt gedefinieerd als "The union of two or more companies or entities into one through a purchase acquisition or a pooling of interests". Een fusie heeft volgens Koi-Akrofi (2016)

kenmerken die verschillen van de acquisitie, namelijk:

- Er wordt geen nieuwe entiteit gecreëerd;
- De naam van het kopende of het verkopende bedrijf wordt gedeeld;
- Elk bedrijf heeft 50% van de eigendom;
- De bedrijfsmiddelen worden gecombineerd;
- Er is geen dominante partij aanwezig in de fusie.

Een acquisitie definiëren Koi-Akrofi (2016) als: "An acquisition typically involves purchasing the assets and stock of the acquired company." Ook hier worden er een aantal kenmerken toegewezen:

- De inkoop van aandelen kan door een vijandig of een bevriend bedrijf;



- Er is een dominante partij aanwezig;
- De verhouding van eigendom verschilt van de 50%-50% verhouding;
- De naam van de overnemer blijft behouden.

Het is erg belangrijk om de verschillen te kennen tussen een 'merger' en een 'acquisition', maar om potentiële verwarring te vermijden is het volgens Gomes et al. (2013) nodig om een M&A als één geheel te zien. In het onderzoek van Gomes et al. (2013) wordt een M&A's echter niet gedefinieerd. Hierdoor wordt in dit onderzoek de definitie van Lin et al. (2013) gevolgd. De definitie van Lin et al. (2013) werd gekozen omdat er een duidelijke formulering van de overgang van de eigendomstitel geformuleerd wordt, wat het belangrijkste aspect is bij het uitvoeren van een M&A.

Deze definitie luidt als volgt:

"A takeover and acquisition can be defined as the activities by which acquiring firms can control more than 50% of the equity of target firms, whereas in a merger at least two firms are combined with each other to form a "new" legal entity." (Lin et al., 2013).

## **2. Motieven voor een M&A**

Nu een M&A duidelijk gedefinieerd is, is het belangrijk om te kijken welke redenen bedrijven aanhalen om een M&A uit te voeren. Indien er geen motieven zijn voor een M&A, zouden bedrijven alleen kiezen voor interne groei om een meerwaarde te realiseren. Uit het onderzoek van Renneboog et al. (2019) blijkt dat er tal van motieven zijn om deel te nemen aan een M&A, maar de primaire doelstelling is telkens waarde creatie. Meer specifiek het creëren van aandeelhouderswaarde (Macdonald, 2005). Hieronder worden de belangrijkste motieven samengevat die aandeelhouderswaarde creëren bij het uitvoeren van een M&A. Deze zijn groei, synergiën, reddingsoperaties, cash-outs, herstructureringsmogelijkheden en de impact van de kapitaalstructuur.

### **2.1. Groei**

Groeimogelijkheden zijn het belangrijkste element voor het creëren van meerwaarde bij het uitvoeren van een M&A. Bedrijven hebben de constante nood aan groei om te kunnen blijven bestaan (Renneboog et al., 2019). Volgens Kummer et al. (2008), ervaren bedrijven interne druk van aandeelhouders om te zoeken naar groeimogelijkheden. De twee manieren die een bedrijf kan kiezen voor het realiseren hiervan zijn organische of anorganische groei (Talpová et al., 2019). Het onderzoek wees uit dat organische groei vooral gebaseerd is op interne groei. Specifiek wordt hiermee bedoeld dat er nieuwe producten ontwikkeld moeten worden, het aantal klanten vergroot moet worden, de kosten gereduceerd moeten worden, ... (Dash, 2013). Maar volgens Dash (2013) kan groei het snelst gecreëerd worden door anorganische groei en bijgevolg het uitvoeren van een M&A.

M&A's creëren groei door zich uit te breiden via een horizontale overname of een verticale overname (Talpová et al., 2019). Een horizontale M&A is een overname of een fusie die men uitvoert in dezelfde markt, waardoor bijgevolg het marktaandeel vergroot en nieuwe markt-

opportunities gevonden kunnen worden (Bearman et al., 2013). Een verticale M&A daarentegen is een uitbreiding van de productieketen. Hierbij wordt er een overname gedaan van een leverancier of een klant met als voornaamste doel schaalvoordelen te creëren (Bonnet et al., 2017). Horizontale M&A's worden het makkelijkst verkozen omdat het bedrijf reeds kennis heeft van de markt en dit een makkelijke manier is om de marktmacht te vergroten (Eckbo et al., 1985). Gezien een toename in marktmacht de prestaties van een bedrijf kan vergroten, is dit een factor die mogelijks een belangrijke drijfveer is voor het creëren van een meerwaarde.

Talpová et al. (2019) stellen dat het belangrijk is om naar het groeiperspectief van de verkoper te kijken. Concreet wordt hiermee bedoeld dat de verkoper op zoek is naar externe middelen om nieuwe groei te financieren. Een voorbeeld hiervan is het uitvoeren van een grootschalig project waarbij een bedrijf nood heeft aan externe financiering. Wanneer een bank moeite heeft met het uitschrijven van een lening voor een groot bedrag, kan een andere onderneming inspringen voor de financiering in ruil voor aandelen. De M&A in dit geval vergroot de groei van de koper als de verkoper. Aan de zijde van de koper is het mogelijk dat het groeipotentieel al gemaximaliseerd is. In dit geval is het een logische keuze om zich uit te breiden via een M&A naar een nieuwe markt of een andere locatie om opnieuw groei te kunnen realiseren (Benndorf et al., 2017).

## **2.2. Synergiën**

Eén van de belangrijkste motivatoren voor bedrijven om deel te nemen aan M&A's is het realiseren van synergiën. Volgens Derwinkel-Kalk et al. (2016), wordt een synergie gedefinieerd wanneer men twee entiteiten combineert die gezamenlijk beter presteren dan de twee entiteiten apart. In de definitie van Derwinkel-Kalk et al. (2016), wordt er gesteld dat de effectieve performantie beter is dan de geschatte performantie alvorens men van een synergie kan spreken. Concreet wordt hiermee bedoeld dat de verwachte winsten die geschat worden voor de overname kleiner zijn dan de effectief gerealiseerde winsten. Bedrijven genereren in dit geval een grotere meerwaarde dan initieel verwacht.

Een mogelijk motief voor het realiseren van synergiën is het gebruik van een horizontale M&A (Hoberg et al., 2010). De onderliggende reden hiervoor is dat de implementatie van twee bedrijven in dezelfde markt makkelijker is dan in een nieuwe markt (Bena et al., 2014). Het feit dat beide ondernemingen reeds ervaring hebben in dezelfde markt levert een voordeel op door de marktkennis die beide ondernemingen reeds hebben (Barkema et al., 2008a; Barkema et al., 2008b). Wanneer bedrijven proberen te integreren aan de hand van een diversificatie strategie is het moeilijker om synergiën te realiseren. Dit is één van de meest gemaakte fouten volgens Tanna et al. (2020), namelijk het overschatten van synergiën. In dit geval schatten managers van zowel de koper als de verkoper de meerwaarde van de M&A vóór het uitvoeren ervan hoger in dan de effectief gerealiseerde meerwaarde. Een voorbeeld hiervan is het schatten van een te hoge IRR (internal rate of return). De IRR kan men definiëren als volgt: "The internal rate of return (IRR), mathematically defined as the interest rate that equates the present worth of a series of cash flows to zero, is and has been a popular measure of worth for purposes of project evaluation." (Hartman et al., 2004). Het rendement door een te hoge IRR kan na het uitvoeren van de M&A

onmogelijk behaald worden wanneer deze onrealistisch hoog is. De meerwaarde van de M&A in zijn geheel is in dit geval onmogelijk te realiseren. Volgens Renneboog et al. (2019) is een veelvoorkomende reden van dit fenomeen overmoed van managers. De managers hebben te veel zelfvertrouwen in de goede inschatting van de deal zonder een correcte schatting te maken van de risico's.

Een goed voorbeeld voor het realiseren van synergiën is de overname van Ferrari door Fiat. Beide bedrijven zijn actief in de automobiellindustrie, met als grote verschil dat Ferrari zich in de nichemarkt van exotische sportwagens situeert. Gezien beide bedrijven opereren in dezelfde industrie maar in een andere niche, gaat het om een verticale M&A (Maran et al., 2021). Volgens Maran et al. (2021) was het resultaat een groot succes. Ferrari is uit de financiële schulden geklommen terwijl Fiat een erg sterke branding heeft kunnen neerzetten. Beide partijen hebben initieel meer waarde kunnen genereren door samen te werken in de plaats van apart te werken (Maran et al., 2021).

### **2.3. Cash-out**

Gezien een overdracht van de onderneming gepaard gaat met het verplaatsen van eigendomstitels, is het mogelijk voor aandeelhouders om geld uit de onderneming te halen (Talpová et al., 2019). Een synoniem voor dit fenomeen is een cash-out. Een cash-out doet zich in de meeste gevallen voor wanneer de aandeelhouders van de verkoper inschatten dat het bedrijf zijn maximale waarde bereikt heeft (Talpová et al., 2019). De eigendomstitels worden bij een M&A overgedragen van de aandeelhouders van de verkoper, naar de aandeelhouders van de koper (Ferdinandov et al., 2020). Na de waardebepaling en overdracht van eigendom ontstaat er een geldstroom, omdat er een vooropgestelde prijs betaald moet worden aan de verkopers. Deze geldstroom komt dan bij de aandeelhouders van de verkopers terecht (Gomes et al., 2013). Dit is een belangrijk motief voor de aandeelhouders van de verkoper om de meerwaarde van de onderneming hoger in te schatten dan deze werkelijk is. Op deze manier wordt de onderneming voor een grotere som gewaardeerd en kunnen de aandeelhouders een grotere cash-out verwachten. Dit is een gevaarlijk fenomeen omdat de meerwaarde van de onderneming mogelijks op onrealistische assumpties gebouwd is.

Een M&A biedt de mogelijkheid aan ondernemingen in financiële moeilijkheden om opnieuw succesvol te worden (Valliere et al., 2008). Dit fenomeen kunnen we verklaren door het feit dat bedrijven die zich in slechte papieren ondergewaardeerd worden. Wanneer bedrijven ondergewaardeerd zijn, is het interessant voor geïnteresseerde partijen om te kopen omdat de koper dan een lagere prijs betaalt dan wat de onderneming effectief waard is (Schleifer et al., 2003). Wanneer de M&A afgerond is, kan de koper opteren om veranderingen in het bedrijfsproces aan te brengen waarbij de operationele activiteiten meer gecoördineerd en gestroomlijnd worden, kosten gereduceerd worden, cashflows positief gemaakt worden, ... (Gomes et al., 2013).

## **2.4. Herstructureringsmogelijkheden**

In de fase na een overname is het mogelijk voor de nieuwe eigenaar, of de gefuseerde entiteit om het bedrijf te herstructureren. Herstructureringen zijn een bron van waarde creatie. Volgens Djankov et al. (2002), omdat dit een invloed heeft op de operationele efficiëntie, de kosten, de marges en tal van andere factoren van de onderneming. Een herstructurering is een kans voor beide bedrijven om een meerwaarde te genereren indien deze goed uitgevoerd wordt. De M&A biedt de kans aan managers om na te denken over mogelijke verbeteringen die het bedrijf kan uitvoeren. Bijvoorbeeld het herdenken van de kostenstructuur wat kan leiden tot een grotere marge en op die manier het toekomstige rendement van de onderneming verhogen.

Na de overname moet het verkopende bedrijf geïmplementeerd worden in het kopende bedrijf. Wanneer dit succesvol volbracht kan worden, kan dit leiden tot grootse successen (Schweiger et al., 1992). De succesvolste en makkelijkste vorm van het integreren van organisatieculturen kan gevonden worden bij het combineren van twee bedrijven in hetzelfde land die zich situeren in dezelfde markt (Weber et al., 1996). Dit in tegenstelling tot M&A's die landsgrenzen overschrijden, omdat er in andere landen en andere sectoren diverse culturen aanwezig zijn (Weber et al., 2010).

Het moeilijkste onderdeel van een herstructurering is het overeenstemmen van culturen doorheen beide organisaties (Kotter, 1978). Bedrijven hebben hierbij het doel om één grote overkoepelende bedrijfscultuur te creëren waarmee de werknemers in de nieuwe organisatie zich kunnen associëren (Weber et al., 2009). Een goede bedrijfscultuur bestaat uit een divers menselijk kapitaal (Levi et al., 2014), waarbij haalbare, maar toch ambitieuze doelen gezet worden (Merchant et al., 2007). Met een divers menselijk kapitaal bedoelt men dat er een evenwicht ontstaat tussen het aantal mannen en vrouwen, waarbij ook mensen van andere culturen geïncorporeerd worden (Levi et al., 2014). Een sterke bedrijfscultuur geeft een positieve boost aan de prestatie van het bedrijf na de M&A.

Wanneer men effectief een goede herstructurering doorvoert kan dit volgens Howell (1970), gelinkt worden aan het creëren van optimale synergiën. De reden hiervoor is dat wanneer men een moeilijke integratie succesvol afrondt, de gemoederen van de werknemers en alle betrokken partijen sterk omhoog zullen gaan (Merchant et al., 2007).

## **2.5. Impact op de kapitaalstructuur**

In de financiële wetenschappelijke literatuur wordt in de meeste gevallen gefocust op de analyse van cijfergegevens die afkomstig zijn uit boekhoudkundige documenten (Delen et al., 2013). Een belangrijk onderdeel van deze analyses is de kapitaalstructuur. De kapitaalstructuur kan men definiëren als de verhouding tussen de financiële schulden en het kapitaal aanwezig wat vertegenwoordigd wordt in aandelen (equity) (Valaskova et al., 2019). Volgens Dierkes et al. (2017), is de kapitaalstructuur een belangrijk element dat meegenomen moet worden bij het waarderen van de onderneming, omdat dit invloed heeft op de rendementen die gerealiseerd kunnen worden. Een M&A vormt een kans tot het omvormen van de kapitaalstructuur wat kan leiden tot een meerwaarde. Wanneer bedrijven meer schulden aangaan om een project te

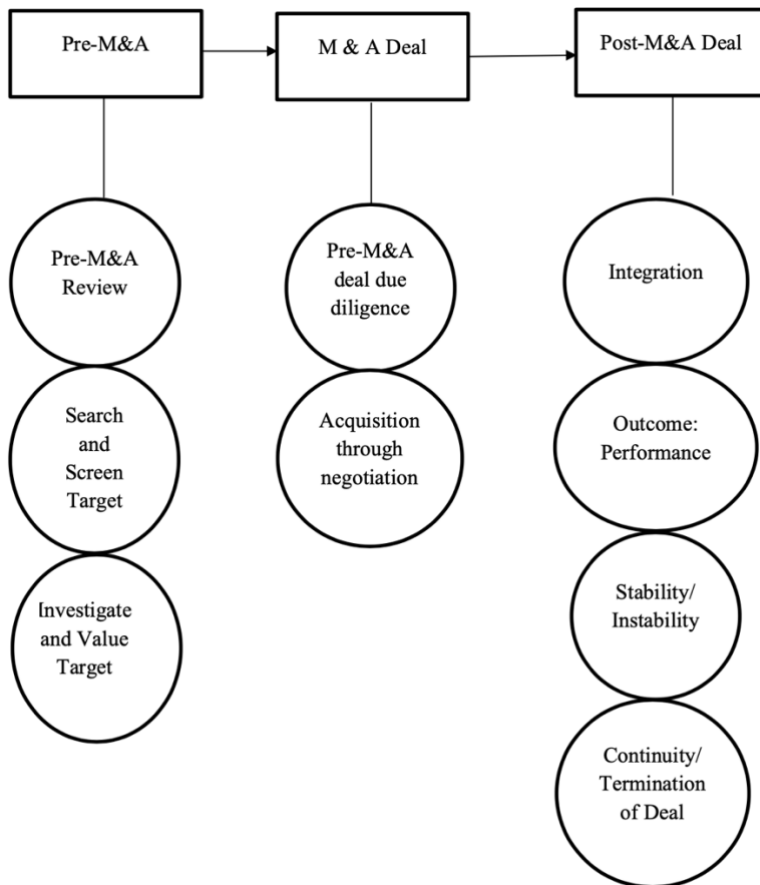
financieringen, kan het rendement op de investering verhogen omdat er minder eigen middelen nodig zijn. Met andere woorden, de kapitaalstructuur van de onderneming wordt aangetast door leverage om zo een grotere waardering te bekomen en bijgevolg een grotere meerwaarde te realiseren bij een M&A.

Volgens Valaskova et al. (2019), heeft de kapitaalstructuur een belangrijke invloed op de waardering van een bedrijf. De reden hiervoor is dat de kapitaalstructuur invloed heeft op de kostenstructuur van het bedrijf omdat schuldfinanciering niet kosteloos is. De assumpties van Miller et al. (1961), zijn erg onrealistisch omdat er in de realiteit wel effecten van belastingen zijn, leningen niet risicovrij zijn en handelaars op de financiële markten beslissingen maken die niet rationeel zijn. Balcerzak et al. (2018), stellen dat de kapitaalstructuur effectief invloed heeft op de kost van kapitaal, door te concluderen dat wanneer er meer gebruik gemaakt wordt van schulden men hogere rendementen zal bekomen (leverage).

De kapitaalstructuur is een belangrijk motief voor het uitvoeren van een M&A, gezien bedrijven die meer gebruik maken van schuldfinanciering hogere rendementen kunnen behalen door het effect van een goede hefboom (leverage) (Dierkes et al., 2017). Voor de koper is het dan ook een cruciale stap om de kapitaalstructuur van de verkoper in detail te bekijken zodat de onderneming de schuldfinanciering effectief kan dragen.

### **3. Fases van een M&A**

Na het definiëren van een M&A en het bekijken van de motieven is het belangrijk om toe te lichten dat een M&A in verschillende fases verloopt. Het is erg belangrijk om de verschillende fases te bekijken omdat elke fase unieke aspecten heeft die kunnen bijdragen tot het creëren van een meerwaarde. Wetenschappers zijn het nog niet eens over welke verschillende stappen officieel erkend worden als stappen van een M&A (Talpová et al., 2019). Wat wel bewezen is, is het feit dat een M&A opgedeeld kan worden in drie verschillende fases, namelijk de fase vóór de M&A, de dealfase en de fase na de M&A (Koi-Akrofi, 2016). In het onderzoek van Talpová et al (2019), kunnen we een overzichtelijke figuur vinden die deze fases benoemt (zie figuur 1). Alle fases moeten op een gestroomlijnde manier verlopen om een deal succesvol te kunnen behandelen. Indien er iets misgaat in één van de fases wordt de M&A geannuleerd of wordt er automatisch een minderwaarde gerealiseerd.



(Figuur 1: Talpová et al., 2019)

In de paragrafen hieronder, lichten we kort de verschillende fases van een M&A toe zoals weergegeven in figuur 1.

### 3.1. Vóór de overname

De eerste fase van een M&A is de aanloop naar de overname. In deze fase moeten er voorbereidingen getroffen worden die de volgende fases van de M&A vergemakkelijken. Volgens Koi-Akrofi (2016) wordt de focus in deze fase gelegd op het uitwerken van een planning. In de planningsfase worden er budgetten voor de M&A opgesteld, het berekenen van een waardering van de verkoper, het inschatten van de toekomstige rendementen, ... (Bauer et al., 2014). Concreet wordt in deze fase een risico-inschatting gemaakt aan de hand van de gegevens die de koper op dat moment ter beschikking heeft over de verkoper. De verkoper aan de andere zijde maakt ook een risico-inschatting en een planning. De planning is cruciaal voor aandeelhouders en stakeholders omdat dit aanleiding geeft naar de beslissing om door te gaan met de M&A of niet.

De fase vóór de overname speelt zich voor het grootste deel af binnen de grenzen van het bedrijf. Echter, meestal wordt er in deze fase wel al gebruik gemaakt van externe financiële adviseurs die helpen bij het waarderen van de onderneming en op zoek gaan naar potentiële verkopers (Sarrazin et al., 2011). Het bedrijf werkt nauw samen met de adviseurs om de best mogelijke verkoper te vinden. Ook vanuit het perspectief van de koper wordt er samengewerkt met

financiële adviseurs. De koper gaat een waardering laten opmaken om goed te kunnen onderhandelen in de dealfase. De adviseurs gaan proberen om een goede koper van het bedrijf te vinden die aansluit met de normen en waarden van de verkoper.

In de eerste fase wordt er met andere woorden een schatting gemaakt van de meerwaarde die een M&A-transactie beoogt. Men schat nadien verder in hoe risicovol de M&A is voor de financiële gezondheid van het bedrijf. In het wetenschappelijk onderzoek is er volgens Dikova et al. (2009), nog te weinig onderzoek gevoerd naar de pre-acquisitie fase.

### **3.2. De dealfase**

De tweede fase volgens Koi-Akrofi (2016) is de dealfase van de M&A. In deze fase wordt er gefocust op de praktische implementatie van de M&A (Talpová et al., 2019). Concreet gaat de koper in deze fase extra informatie los proberen te krijgen van de verkoper aan de hand van 'Due Diligence' (Sarrazin et al., 2011). Met deze additionele informatie kan de koper zijn waardering en planning bijsturen, zodat er een correctere inschatting gemaakt kan worden van de invloed van de M&A op het bedrijf. In de dealfase wordt de meerwaarde op papier vastgelegd. Hiermee wordt bedoeld dat beide partijen een evenwicht vinden bij de onderhandelingen over de waarde van het bedrijf en bijgevolg bij de meerwaarde die de koper, als de verkoper verwachten te realiseren. Deze fase zal uitmonden in een deal die vastgelegd wordt in contracten.

Verder gaan de koper en de verkoper in deze fase rond de tafel zitten om de voorwaarden van de deal te negotiëren. Specifiek gaan de leidinggevenden van beide partijen samenzitten om te onderhandelen over de prijs die betaald zal worden aan de aandeelhouders van de verkoper (Koi-Akrofi, 2016). De prijs wordt bepaald door de waardering van de koper en de verkoper naast elkaar te leggen en hierover een prijs te onderhandelen (Talpová et al., 2019). Andere belangrijke factoren die in deze fase besproken worden zijn: de manier van betaling, de gevolgen voor de werknemers, de praktische organisatie, ... (Andriosopoulos et al., 2016). Het is hierbij belangrijk dat alles schriftelijk wordt vastgelegd zodanig dat er achteraf geen discussies kunnen ontstaan. Wanneer beide partijen contractueel verbonden zijn, zal het niet meer mogelijk zijn om bepaalde aspecten van de deal nog te stoppen na deze fase.

In deze fase is wordt er gebruik gemaakt van financiële adviseurs om de onderhandelingen voor beide partijen te voeren (Talpová et al., 2019). De expertise van de externe adviseurs bij het onderhandelen kan ervoor zorgen dat er een betere prijs betaald wordt (Angwin, 2001). Wanneer het management deelneemt aan de onderhandelingen kan het ervoor zorgen dat deze langdradig worden. De externe adviseurs kunnen in dit geval optreden als bemiddelende partij (Angwin, 2001).

De dealfase is een erg complexe fase die bij grote deals veel tijd vergt. Dit kan ten koste gaan van de kwaliteit van de deal. Volgens Stott (2003), mogen de onderhandelingen voor het sluiten van een deal niet te lang aanslepen. Wanneer de onderhandelingen te lang aanslepen creëert dit onzekerheid bij de stakeholders wat kan leiden tot een negatieve houding ten opzichte van de

M&A. De onderhandelingen mogen volgens Stott (2003), ook niet te snel verlopen omdat er cruciale punten gemist kunnen worden bij het onderhandelen. Maar let op, een optimale duurtijd bestaat niet (Stott, 2003).

### **3.3. Ná de overname**

De fase na de overname is het meest complex volgens Talpová et al., (2019). In deze fase moet de meerwaarde effectief gerealiseerd worden door het implementeren van de voorwaarden die genegotieerd werden in de dealfase. In deze fase moet de prijs die afgesproken betaald worden volgens de afgesproken betalingsmodaliteit, nadien kan men starten met de effectieve integratie van het nieuwe bedrijf (Andrade et al., 2001). Hierbij is het belangrijk om de bedrijfsculturen overeen te stemmen zodat werknemers snel aan de slag kunnen in het nieuwe bedrijf, zonder dat er te veel werknemers ontslagen worden (Renneboog et al., 2019). Wanneer er te veel werknemers ontslagen worden leidt dit tot demotivatie van de werknemers wat nefast kan zijn voor de bedrijfswerking (Renneboog et al., 2019). Operationeel moet er een goede taakverdeling opgesteld worden en moet het duidelijk zijn voor werknemers wat er verwacht wordt (Merchant et al., 2007).

Vervolgens is het aan het kopende bedrijf om de vooropgestelde rendementen te behalen. De makkelijkste manier om de rendementen te doen toenemen is het verlagen van de bedrijfskosten (Maksimovic et al., 2011). Een mogelijke manier om dit te realiseren is het uitbreiden van de productie aan de hand van schaal economieën. Hierbij produceert het bedrijf extra eenheden om de vaste kost te verdelen over meerdere eenheden (Garzella et al., 2014). Deze strategie is mogelijk bij bedrijven die kiezen voor een horizontale M&A. Voor bedrijven die kiezen voor een verticale M&A is het mogelijk om zich te specialiseren in de nieuwe nichemarkt van het overgenomen bedrijf (Maran et al., 2021).

In deze laatste fase van de M&A is er geen rol meer voor de financiële adviseurs. In dit geval wordt er gebruik gemaakt van consultants die de bedrijven helpen om de veranderingen succesvol te implementeren (Talpová et al., 2019). In de meeste gevallen proberen de consultants een goede strategie op te stellen zodanig dat de strategieën van beide entiteiten gecombineerd worden (Kotter, 1978). Volgens Kotter, (1978) gaan er nieuwe processen opgesteld worden die ervoor gaan zorgen dat de legale systemen, sociale systemen, werknemers, immateriële vaste activa, dominante coalitie, externe omgeving en technologie vlot gaan samenwerken.

### **4. Factoren die een meerwaarde genereren**

Dit onderzoek gaat dieper in op de factoren die een meerwaarde genereren bij een M&A. Het is belangrijk om te definiëren wat een meerwaarde is in de context van een M&A. Een meerwaarde kan men volgens Netter et al. (2019) definiëren als volgt: "Een M&A wordt een succes genoemd wanneer de totale waarde van het nieuwe bedrijf de waarde van de twee aparte bedrijven overstijgt." Zoals reeds enkele keren werd aangehaald is het behalen van een meerwaarde aan de hand van een M&A erg complex, maar toch is een M&A één van de meest gebruikte methodes voor het realiseren van groei en aandeelhouderswaarde voor de onderneming



#### **4.1. Het meten van een meerwaarde**

Het meten en uitdrukken van een meerwaarde is geen evidentie. Onderzoekers uit de wetenschappelijke literatuur zijn het niet volledig eens over hoe de meerwaarde van een M&A correct uitgedrukt kan worden (Renneboog et al., 2019). Volgens Delen et al. (2013), is het uitdrukken van een meerwaarde het makkelijkst aan de hand van financiële ratio's afkomstig uit boekhoudkundige gegevens als de balans en de resultatenrekening. Een aantal voorbeelden van deze ratio's zijn: de return-on-equity (ROE), return-on-assets (ROA), de financiële leverage ratio, de internal rate of return (IRR), .... Omdat er tal van ratio's beschikbaar zijn hebben onderzoekers moeite met het uitkiezen van de juiste ratio's (Renneboog et al., 2019).

Echter het opstellen van boekhoudkundige cijfers is onderhevig aan het maken van assumpties. De assumpties gaan in de meeste gevallen uit van voorzichtigheid (Woodlock et al., 2009). Dit wil zeggen dat er zo veel mogelijk kosten in rekening gebracht worden zodanig dat de winsten niet overschat kunnen worden (Woodlock et al., 2009). Een groot voordeel van het gebruik van ratio's is dat deze gestandaardiseerd zijn in de wetgeving en ze op een vrij snelle manier berekend kunnen worden (Woodlock et al., 2009). Toch is het echter nog mogelijk dat wanneer twee verschillende experts berekeningen maken ze een ander resultaat bekomen omwille van de assumpties die ze maken bij het berekenen van de ratio's. Boekhoudkundige cijfers zijn alsnog belangrijk voor het schatten van een meerwaarde omdat deze cijfers makkelijk in omgang zijn.

Volgens Maran et al., (2021), is het belangrijk om te noteren dat financiële ratio's niet-financiële factoren niet meenemen in de berekening. Een voorbeeld hiervan is de tevredenheid van werknemers of de groei in naambekendheid van het bedrijf (Maran et al., 2021). Aan de hand van deze voorbeelden kunnen Maran et al. (2021), concluderen dat het lastig is om een waarde te plakken op de niet-financiële factoren. Er zijn tot nog toe geen efficiënte methodes gevonden om deze niet-financiële factoren correct te waarderen. Uit Peltier (2004), blijkt dat de niet-financiële factoren nauwelijks meegenomen worden in het wetenschappelijk onderzoek en hierdoor meer aandacht vereisen.

#### **4.2. Horizontale overnames**

In de probleemstelling werd reeds aangehaald dat horizontale overnames de meest eenvoudige manier zijn om een meerwaarde te realiseren. Voor een horizontale overname volgt dit onderzoek de definitie van Bearman et al. (2013), namelijk: "Een horizontale M&A is een overname of een fusie die men uitvoert in dezelfde markt, waardoor bijgevolg het marktaandeel vergroot en nieuwe marktopportunities gevonden kunnen worden." Bedrijven die zich in dezelfde markt bevinden, zijn in de meeste gevallen concurrenten van elkaar die substituten aanbieden (Peltier, 2004). De reden dat horizontale overnames in dit geval eenvoudiger een meerwaarde realiseren is omdat de koper kennis van de sector heeft en deze kan gebruiken om het nieuwe samengestelde bedrijf te doen groeien. In dit onderdeel gaan we dieper in op de verschillende mogelijkheden binnen de grenzen van een horizontale M&A.

Horizontale M&A's kunnen plaatsvinden tussen rivalen (Peltier, 2004). Wanneer een bedrijf fuseert of een overname uitvoert op een rivaal is dit een strategie die op een agressieve manier groei stimuleert. De onderliggende reden hiervoor is dat op deze manier de marktmacht van de koper onmiddellijk vergroot met het marktaandeel dat de verkoper in zijn bezit heeft (Andrade et al., 2001). Deze marktmacht vergroot de afzet en kan in extreme gevallen leiden tot een monopolie of een oligopolie (Anderson et al., 1997).

Het ideale scenario voor horizontale M&A's is dat beide bedrijven zich binnen hetzelfde land situeren (Erel et al., 2012). Indien bedrijven zich in hetzelfde land situeren is de lokale cultuur gekend en in de meeste gevallen bestudeerd in een marktonderzoek (Erel et al., 2012). Dit heeft tot gevolg dat beide bedrijven minder tijd verliezen in de derde fase van de M&A namelijk de implementatie fase. Zoals aangehaald werd in onderdeel '3.3. Na de overname' is dit de moeilijkste fase van de M&A. Wanneer de bedrijfscultuur snel en kwalitatief geïmplementeerd wordt, kan de meerwaarde sneller geïmplementeerd worden (Stott, 2003).

Ter conclusie van dit onderdeel wordt er gesteld dat een horizontale M&A op financieel gebied een meerwaarde genereert omdat de koper een groter marktaandeel verworven heeft (Andrade et al., 2001). De belangrijkste niet-financiële factor die hier een rol in speelt wordt is de overdracht van het personeelsbestand van de verkoper (Lee et al., 2018). Het nieuwe personeelsbestand zorgt ervoor dat de vaardigheden en de knowhow van het verkopende bedrijf getransfereerd worden naar de koper waardoor er meer of kwalitatief betere producten of diensten verkocht worden (Lee et al., 2018).

#### **4.3. Schaal-economieën en economieën van scope**

Een logisch gevolg van het uitvoeren van een M&A is de toename in schaal van de onderneming (Erel et al., 2012). Zoals reeds aangehaald, resulteert een M&A in de toename van de marktmacht en bijgevolg het marktaandeel (Erel et al., 2012). Wanneer het marktaandeel toegenomen is, zal de afzetmarkt toenemen en de vraag vergroten. De vergrote vraag zal leiden tot een verhoging van de productie. Dit zijn volgens Adam Smith (1776), de basiswetten van de economie. Wanneer de productie toeneemt, alsook de hoeveelheid van afzet kan men economieën van schaal realiseren. Economieën van schaal zorgen voor een verlaging van de gemiddelde productiekost per éénheid, omdat de vaste kost van het bedrijf gespreid kan worden over meer eenheden (Talpová et al., 2019). De meerwaarde van schaal-economieën bij een M&A-transactie kan berekend worden aan de hand van toekomstige kasstromen die experts vooropstellen.

Deze theorie is vooral van toepassing op productieondernemingen (Bena et al., 2014). Dienstenbedrijven kunnen makkelijker gebruik maken van economieën van scope, waarbij er gekozen wordt voor het aanbieden van verschillende producten. Wanneer de kost per éénheid om verschillende diensten die aan te bieden kleiner wordt dan de kost van het voorzien van slechts één dienst, worden er economieën van scope gerealiseerd (Hart et al., 2010). Dit kan gelinkt worden aan M&A's wanneer twee bedrijven die zich in een andere niche bevinden fuseren om op deze manier een variatie aan diensten aan te bieden. Een voorbeeld hiervan is een financiële

consultancy groep die verschillende dienstverleners overnemen om op deze manier economieën van scope te realiseren.

De meerwaarde van schaal-economieën en economieën van scope wordt uitgedrukt in financiële termen. Volgens Erel et al. (2012) genereert dit vooral een meerwaarde voor middelgrote tot grote ondernemingen aangezien deze op zoek zijn naar een efficiënte kostenstructuur of het vergroten van de afzetmarkt.

#### **4.4. Niet-financiële factoren die een meerwaarde genereren**

Niet-financiële factoren werden in voorgaande wetenschappelijke onderzoek rond M&A's onvoldoende benadrukt (Maran et al., 2021). Volgens Sirower (1997), zijn deze factoren erg belangrijk voor het realiseren van een meerwaarde bij een M&A. Niet-financiële motivatoren kunnen drastische gevolgen hebben voor de snelheid van uitvoering en de kwaliteit van een M&A (Stott, 2003). Een klassiek voorbeeld van een niet-financiële motivator is naambekendheid (Maran et al., 2021). Wanneer een bekende onderneming overgenomen wordt zal dit in de media verschijnen waardoor er extra aandacht gevestigd wordt op de overname (Maran et al., 2021). Deze extra aandacht heeft gevolgen op de performantie van de deal, alsook de integratie na de uitvoering van de M&A (Maran et al., 2021).

Een erg belangrijke niet-financiële factor die een meerwaarde oplevert bij een M&A is de uitwisseling van knowhow en ervaring (Li, 2013). Volgens Renneboog et al. (2019), dragen knowhow en ervaring bij tot het ontwikkelen van groei in de onderneming. De uitwisseling van kennis zorgt ervoor dat interne bedrijfsprocessen en operationele activiteiten verbeterd kunnen worden (Merchant et al., 2007). De uitwisseling van kennis gaat gepaard met de uitwisseling van de beste werknemers (Lee et al., 2018). In de meeste gevallen worden de beste werknemers overgenomen door de koper en worden de zwakste werknemers ontslagen (Lee et al., 2018). Het hebben van betere werknemers in een organisatie creëert een meerwaarde voor de koper (Lee et al., 2018).

Het creëren van technologische innovatie is ook een meerwaarde voor M&A's. Wanneer twee bedrijven een M&A uitvoeren kan dit vanwege strategische redenen zijn omdat de verkoper technologie heeft die de koper niet heeft (Makri et al., 2010). In de case rond Fiat en Ferrari, had Ferrari betere technologie op de wagen geïnstalleerd dan Fiat. De technologie die Ferrari ontwikkelde in de motorsport-afdeling, werd uitgewisseld met de productiewagens en bijgevolg ook met de productiewagens van Fiat (Maran et al., 2021). Deze superieure technologie werd vervolgens op grote schaal geproduceerd en toegepast, wat een competitief voordeel opleverde voor Fiat.

We hebben juist de factoren besproken die leiden tot een meerwaarde. Tijdens een M&A kan er echter ook een minderwaarde gerealiseerd worden. Hieronder bespreken we de factoren die kunnen leiden tot een minderwaarde.

## **5. Factoren die een minderwaarde genereren**

Ondanks dat M&A's een populaire methode zijn om groei te realiseren, is de kans op mislukking bij de meeste deals groter dan de kans op succes (Gomes et al., 2013). Een minderwaarde bij een M&A kan volgens Erel et al. (2012), gedefinieerd worden als: "Een M&A wordt een mislukking genoemd wanneer er na de deal een minderwaarde ontstaat in tegenstelling tot de verwachte meerwaarde die berekend werd." Concreet wordt hiermee bedoeld dat de geschatte meerwaarde uit de dealfase niet gerealiseerd wordt in de fase na de overname. Een minderwaarde betekent in deze context dat het bedrijf geen winst maakt uit de uitgevoerde M&A. De schade kan in sommige gevallen uitmonden tot het terugdraaien van de M&A of zelfs faillissement. Uit verschillende wetenschappelijke onderzoeken blijkt dat de redenen voor het mislukken van een deal erg uiteenlopend zijn (koi-akrafi, 2016; Renneboog et al., 2019; Gomes et al., 2013). De volgende factoren genereren een minderwaarde: de grootte van het bedrijf, landsgrenzen, diversificatie, menselijk kapitaal, hybride en informatie asymmetrie.

### **5.1. Het meten van een minderwaarde**

Vooraleer we de factoren bespreken die kunnen leiden tot een minderwaarde, is het belangrijk om te vermelden hoe een minderwaarde gemeten wordt. Een minderwaarde wordt gemeten op dezelfde manier als een meerwaarde. Opnieuw volgen we het onderzoek van Delen et al. (2013). Hierin wordt gesteld dat het gebruik van financiële ratio's afkomstig uit boekhoudkundige gegevens het makkelijkst is. De ratio's die gehanteerd worden zijn: de return-on-equity (ROE), return-on-assets (ROA), de financiële leverage ratio, de internal rate of return (IRR), .... Opnieuw is het hier lastig om de juiste ratio's uit te kiezen omwille van de hoeveelheid van beschikbare ratio's (Renneboog et al., 2019).

Echter het opstellen van boekhoudkundige cijfers is onderhevig aan het maken van assumpties. De assumpties gaan in de meeste gevallen uit van voorzichtigheid (Woodlock et al., 2009). Dit wil zeggen dat er zo veel mogelijk kosten in rekening gebracht worden zodanig dat de winsten niet overschat kunnen worden (Woodlock et al., 2009). Een groot voordeel van het gebruik van ratio's is dat deze gestandaardiseerd zijn in de wetgeving en ze op een vrij snelle manier berekend kunnen worden (Woodlock et al., 2009). Toch is het echter nog mogelijk dat wanneer twee verschillende experts berekeningen maken ze een ander resultaat bekomen omwille van de assumpties die ze maken bij het berekenen van de ratio's. Boekhoudkundige cijfers zijn bijgevolg belangrijk voor het schatten van een minderwaarde omdat deze cijfers makkelijk in omgang zijn.

Opnieuw is het volgens Maran et al. (2021), belangrijk om te noteren dat financiële ratio's de niet-financiële factoren niet meenemen in de berekening. Een voorbeeld hiervan is de tevredenheid van werknemers of de groei in naamsbekendheid van het bedrijf (Maran et al., 2021). Aan de hand van deze voorbeelden kunnen Maran et al. (2021) concluderen dat het lastig is om een waarde te plakken op de niet-financiële factoren. Er zijn tot nog toe geen efficiënte methodes gevonden om de niet-financiële factoren correct te waarderen. Uit Peltier (2004), blijkt dat de niet-financiële factoren nauwelijks meegenomen worden in het wetenschappelijk onderzoek en hierdoor meer aandacht vereisen.

## 5.2. Grootte van het bedrijf

De grootte van het bedrijf speelt een belangrijke rol voor het realiseren van een minderwaarde op het bedrijf. De meest aangehaalde reden is het feit dat de grootte de complexiteit van de deal vergroot (Moeller et al., 2004). Grotere bedrijven hebben meer werknemers, complexere processen, grotere afzetmarkten, ... (Gomes et al., 2013). Ondanks dat grote bedrijven meer moeite hebben bij het uitvoeren van een M&A, kiezen ze toch voor deze strategie. De reden hiervoor is dat grote bedrijven constant de druk voelen om te groeien en zoeken naar strategieën die in een relatief korte tijdspanne groei kunnen realiseren (Talpová et al., 2019).

Bedrijfsculturen zijn een goed voorbeeld van de toename in complexiteit voor een kwalitatieve M&A deal (Gomes et al., 2013). Bij grote bedrijven is er in de meeste gevallen een duidelijke structuur die vastgelegd wordt in regels en leidraden (Merchant et al., 2017). Wanneer het grote bedrijf, in dit geval de koper, een bedrijf van gelijke grootte zal overnemen ontstaat er een botsing tussen de verschillende bedrijfsculturen (Weber et al., 1992). De botsing tussen bedrijfsculturen kan ervoor zorgen dat werknemers minder goed presteren volgens Merchant et al. (2017), omdat ze zich niet kunnen vinden in de nieuwe cultuur. Bijgevolg zullen de financiële prestaties van het bedrijf hieronder lijden.

Ook het opzetten van interne bedrijfsprocessen kan door een te grote M&A stroef verlopen. Bijvoorbeeld wanneer een groot bedrijf een ander bedrijf overneemt, wordt er verwacht dat het overgenomen bedrijf zijn proces aanpast conform met de dominante koper (Renneboog et al., 2019). Zo kan het nodig zijn dat het bedrijf de hoofdzetel van de verkoper helemaal laat ombouwen volgens de branding van het merk (Maran et al., 2021). Concreet wordt hiermee bedoeld dat er logo's verschijnen, de indeling van het gebouw verandert en dat overal duidelijk gemaakt wordt dat het bedrijf nu onderdeel is van de koper. Deze verandering is kapitaalintensief (Maran et al., 2021) en draagt bij tot het ontwikkelen van een minderwaarde voor de koper wegens het onderschatten van de kosten.

## 5.3. Landsgrenzen

Landsgrenzen vormen obstakels bij het afsluiten van M&A-contracten (Erel et al., 2012). Volgens Erel et al. (2012), kunnen landsgrenzen fysiek, als niet fysiek problemen vormen. Onder fysieke problemen worden vooral praktische factoren verstaan zoals het verplaatsen van goederen of diensten van de ene site naar de andere, face-to-face communicatie, toewijzen van taken aan werknemers, ... (Erel et al., 2012). Onder de niet fysieke factoren worden de volgende toepassingen verstaan: aanpassen aan de lokale taxatienormen, communiceren vanop afstand, het delegeren en de dagelijkse bedrijfsvoering, ... (Erel et al., 2012). Over het algemeen kan gesteld worden dat een grotere afstand makkelijker een minderwaarde genereert omdat het praktisch moeilijker is om een goede keten over verschillende landsgrenzen te organiseren.

Wanneer we inzoomen op de fysieke problemen bij een M&A stellen we vast dat de koper en de verkoper afspreken op beide bedrijfssites om een deal te onderhandelen (Erel et al., 2012). Dit zorgt ervoor dat het management van beide partijen, alsook de derde partijen zich verplaatsen

over de grenzen heen. Dit neemt tijd in beslag en verlengt de duurtijd van het implementeren van de M&A (Talpová et al., 2019). Wanneer het over twee productieondernemingen gaat, worden er grondstoffen en goederen verplaatst van het ene bedrijf naar het andere. Deze zijn onderhevig aan grenscontroles en transport waardoor er additionele kosten gemaakt worden wat nefast is voor de meerwaarde van een M&A.

De grootste proportie voor het realiseren van een minderwaarde omwille van landsgrenzen zijn afkomstig uit niet fysieke factoren. Eén van de belangrijkste aspecten is het organiseren van een effectief communicatienetwerk (Hubbard et al., 2001). Uit Merchant et al. (2017), bleek dat de verkoper na de overname communiceert dat bepaalde cijfers behaald werden, terwijl dit in realiteit niet het geval was. Het is in dit geval moeilijk voor de koper om de cijfers te verifiëren, waardoor het grootste deel van de handel tussen de partijen gebaseerd is op vertrouwen (Merchant et al., 2017).

Een andere niet fysieke factor is het aanpassen aan het taxatieregime van het nieuwe land waarin het kopende bedrijf zich zal vestigen (Erel et al., 2012). Naast het feit dat er een gunstig taxatieregime kan zijn, dient er een grote administratieve aanpassing te gebeuren tussen beide partijen (Erel et al., 2012). Zo is het nodig om belastingen te betalen in het land van herkomst bij het transport van goederen over de grens (Circulaire 2020/C/50). Binnen Europa bestaan er al gemoderniseerde systemen zoals OSS-aangiftes die dit proces vergemakkelijken. Over het algemeen genereren administratieve besloemingen een negatieve waarde voor de M&A.

#### **5.4. Diversificatie**

Diversificatie is een mogelijke oorzaak voor een minderwaarde. De reden hiervoor is dat diversificatie gekoppeld kan worden aan de strategie van de verticale M&A of de conglomeraat strategie (Schoar, 2002). Bedrijven die aan diversificatie doen aan de hand van een M&A beslissen om een belangrijke klant of leverancier op te kopen om meer toegevoegde waarde te creëren voor het bedrijf (Talpová et al., 2019). Diversificatie vormt vooral een risico voor bedrijven die nog geen ervaring hebben in de sector (Renneboog et al., 2019). Over het algemeen zorgt diversificatie voor een hogere complexiteit van de M&A omdat de koper een nieuwe markt zal betreden waar hij nog geen ervaring in heeft.

Wanneer bedrijven geen knowhow bezitten over de nieuwe sector waarin ze zich bevinden, worden er R&D-activiteiten gemist die het nieuwe bedrijf in de toekomst veel waarde kunnen opleveren (Bena et al., 2014). Een voorbeeld afkomstig uit de auto-industrie is het gevaar dat een autoproducent ook batterijen begint te produceren. Voor de productie van batterijen is een grote kennis van chemie nodig om deze correct samen te stellen. Wanneer de autoproducent de batterijproducent overneemt, moet het management van de koper een zekere kennis bevatten over de productie van batterijen zodat de werknemers goed aangestuurd kunnen worden (Kotter, 1978).

Opnieuw speelt de bedrijfscultuur een belangrijke rol in dit geval. Twee bedrijven die afkomstig zijn uit verschillende industrieën hebben een andere manier van werken die overeengestemd moet worden om het imago van het kopende of het verkopende bedrijf te behouden (Maran et al., 2021). Voor conglomeraten is dit het grootste gevaar. Conglomeraten kopen ondernemingen op in sectoren die niets met elkaar te maken hebben om het bedrijfsportfolio te diversifiëren en het risico op faillissement tegen te gaan (Talpová et al., 2019). Een voorbeeld van een sterke conglomeraat is de 'Warner groep' die zich succesvol kon diversifiëren in tal van sectoren (Peltier, 2004). Deze groep diversifieert zich in de media-industrie zoals het maken van films, nieuwszenders, lokale TV, ... maar ook tot het verlenen van marketingadvies, als de verkoop van boeken en stripverhalen. Door het overnemen van verschillende spelers wist Warner zich snel uit te breiden en meerwaarde te creëren aan de hand van overnames.

Helaas zijn er bij het vormen van een conglomeraat-strategie meer bedrijven die gefaald hebben dan succes behaald hebben omwille van moeilijkheden bij het toepassen van het businessmodel op verschillende sectoren (Renneboog et al., 2019). Een goed voorbeeld van een mislukte strategie is de 'Easy Group' die zich wilde diversifiëren in de cinema industrie. Ze wilden cinema's creëren die gerund konden worden met lage budgetten, net zoals in de luchtvaart. De 'Easy Group' kocht hiervoor een deel van 'United Cinemas International', dit bleek echter geen succes te zijn wanneer de vraag naar goedkope cinema tickets erg laag bleek. Deze M&A bleek geen succes en werd nadien opgebroken (Clark, 2017).

Ter conclusie kan gesteld worden dat diversificatie een minderwaarde genereert door het gebrek aan expertise en overmoed van het management (Renneboog et al., 2019). Meer specifiek schat het management van de koper dat ze over de nodige kennis beschikken terwijl dit in de realiteit niet altijd het geval is. Doordat de managers verwachten dat ze reeds over de nodige kennis beschikken, schatten ze de meerwaarde hoog in terwijl deze moeilijk te realiseren is zonder de nodige kennis (Renneboog et al., 2019).

### **5.5. Menselijk kapitaal**

In deze literatuurstudie werd het belang van menselijk kapitaal reeds een aantal keer aangehaald. Onder menselijk kapitaal verstaan we de bijdrage van werknemers aan de ontwikkeling van het bedrijf (Lee et al., 2018). In het geval van M&A's spelen mensen een grote rol bij het bepalen het succes of mislukking van een M&A. In de meest gevallen wordt er een onderschatting gemaakt van het belang van menselijk kapitaal omdat het vanzelfsprekend is dat mensen betrokken zijn bij het overname proces. Enkele voorbeelden van betrokken partijen zijn analisten, onderhandelaars, managementteams van de koper als de verkoper, werknemers, ... (Lee et al., 2018). De betrokkenheid van al deze partijen vergroot de kans op mislukking door het maken van menselijke fouten (Talpová et al., 2019).

Volgens Lee et al. (2018), zijn er voor het organiseren van een M&A mensen nodig van alle categorieën, zowel qua gender als qua cultuur. De reden hiervoor is dat mensen uit verschillende culturen bijdragen tot vernieuwende inzichten (Levi et al., 2014). Uit dit onderzoek bleek dat een

gediversifieerd managementteam de kansen verhoogt op een succesvolle M&A. De invloed van verschillende profielen zorgt voor een ruime kijk op de M&A omdat er minder makkelijk details gemist worden. Maar toch wordt er in de meeste gevallen een minderwaarde gegenereerd omdat er in de meeste ondernemingen te weinig diversiteit is (Lee et al., 2018). Het is van groot belang dat mensen met verschillende denkwijzen aanwezig zijn en dat er niet te veel managers zijn met hetzelfde profiel (Lee et al., 2018).

Menselijk kapitaal kan makkelijk minderwaarde realiseren door het maken van menselijk fouten (Hoffman, 2013). In de meeste gevallen wordt er bij een overname gebruik gemaakt van wiskundige software om complexe berekeningen te doen voor het bepalen van de waarde van een bedrijf (Hoffman, 2013). Het is echter de mens die alle inputs in het programma dient in te voeren. Hierdoor kunnen er fouten in het waarden sluipt (Hoffman, 2013). Verder is de mens sterk betrokken bij de onderhandelingsprocedures. De onderhandelingsprocedures kunnen complex worden omwille van de hoeveelheid aan partijen die aanwezig zijn bij de onderhandelingen (Lee et al., 2018). Deze partijen behartigen eigen belangen waardoor de onderhandelingsprocedures erg complex en traag kunnen verlopen en dus een minderwaarde kunnen genereren (Stott, 2003).

### **5.6. Hybris**

Hybris of in andere woorden overmoed is een veelvoorkomende eigenschap bij managers die verantwoordelijk zijn voor een M&A (Renneboog et al., 2019). Overmoed is de toestand waarin managers te veel zelfvertrouwen hebben om de overname succesvol af te ronden (Renneboog et al., 2019). In dit geval ontstaat er een vorm van roekeloosheid, waarbij de risico's foutief ingeschat worden in vergelijking met de markt (Heaton, 2002). Dit fenomeen komt vaak voor bij CEO's die in het verleden ervaring opgedaan hebben met het sluiten van M&A's (Renneboog et al., 2019). In dit geval redeneert de CEO dat hij aan de hand van zijn ervaring de overname sneller en beter kan begeleiden terwijl er nood is aan expertise en tijd (Li, 2013). Dit is een gevaarlijk fenomeen en kan makkelijk een minderwaarde veroorzaken in een M&A. Meer specifiek schat de CEO in de fase vóór de overname de kansen op een geslaagde overname groter in dan deze werkelijk zijn omwille van het feit dat de CEO niet alle kennis bezit (Renneboog et al., 2019). Aangezien CEO's de hoogste positie hebben binnen een onderneming, kunnen ze deals beïnvloeden met gezag en autoriteit, terwijl de deals aan zich niet altijd even kwalitatief zijn.

Managers worden overmoedig wanneer ze ervaring uit het verleden hebben met overnames. Echter uit Renneboog et al. (2019), bleek dat kennis en ervaring bij het M&A proces vrij irrelevant zijn in het geval van de koper als de verkoper. Voor analisten is dit een ander verhaal en helpt ervaring bij het begeleiden van het M&A proces. In het geval van de koper en de verkoper is ervaring een trigger tot overmoed omdat CEO's denken dat de risico's van de situatie beter ingeschat kunnen worden (Heaton, 2002). Dit is onwaar, omdat elke M&A uniek is in zijn eigen context (Morosini et al., 1998). Het is belangrijk voor managers om bewust te zijn van dit psychologisch fenomeen. Indien dit niet het geval is wordt de kans op een minderwaarde groter (Renneboog et al., 2019).



### **5.7. Informatie asymmetrie**

Eén van de meest voorkomende risico's op een minderwaarde bij een M&A is de informatie asymmetrie tussen de koper en de verkoper (Gomes et al., 2013). Informatie asymmetrie houdt in dat de verkoper meer informatie heeft over de prestatie van het bedrijf dan de koper (Talpová et al., 2019). De verkoper kan enkel de waarde van het bedrijf inschatten met de cijfers die publiek beschikbaar zijn en aan de hand van de informatie die de koper geeft aan de koper tijdens de dealfase (Talpová et al., 2019). Het risico bestaat erin dat de verkoper bewust niet alle informatie geeft aan de koper om de prijs op te drijven voor de verkoper. Verder is het mogelijk dat de verkoper bewust de cijfers manipuleert om de actuele situatie van het bedrijf beter te doen uitschijnen (Renneboog et al., 2019). Een voorbeeld hiervan is het verhogen van de schulden om een betere 'leverage-ratio' te genereren. Wanneer er informatie asymmetrie is wordt er makkelijk een minderwaarde gerealiseerd.

Onder informatie asymmetrie vallen ook de agency problemen (Schleifer et al., 2003). Agency problemen kan men definiëren als problemen die ontstaan wanneer de aandeelhouders en de raad van bestuur andere objectieven hebben, dit geldt zowel voor de koper als de verkoper (Shleifer et al., 2003). Met andere woorden, aandeelhouders hebben andere doelstellingen voor een M&A dan bedrijfsleiders. Een voorbeeld van agency problemen hebben we wanneer de aandeelhouders van de verkoper hun aandelen willen verkopen aan de hoogst mogelijke prijs, terwijl de leden van de raad van bestuur de beste overnemer voor het bedrijf willen vinden (Talpová et al., 2019). In de realiteit komt het vaak voor dat aandeelhouders zoveel mogelijk geld willen ontvangen voor de aandelen terwijl de potentiële koper misschien niet de beste keuze is voor het optimaliseren van de bedrijfsactiviteit. In dit geval zal dit leiden tot een minderwaarde die zich vooral manifesteert op lange termijn, omdat het verschil in doelstellingen kan leiden tot interne conflicten (Renneboog et al., 2019).

Moral hazard is een laatste risico dat gevormd kan worden rond informatie asymmetrie (Talpová et al., 2019). Moral hazard kan men definiëren als het gedrag dat managers vertonen wanneer de M&A al volledig afgerond is (Burchardi et al., 2019). Dit doet zich vooral voor wanneer er nog een deel van het management van de verkoper aanwezig blijft na de overname (Heller et al., 2019). De managers die nog aanwezig blijven voor een tijd, kunnen het bedrijf manipuleren om de aandelenprijzen op te drijven tot het moment van uitstap terwijl dit nefast kan zijn voor de werking van het bedrijf (Renneboog et al., 2019). De managers van de koper handelen in dit geval vanuit hun eigen voordeel en niet het voordeel van het bedrijf (Wang et al., 2018). Dit is risicovol en kan een minderwaarde genereren.

In het volgende onderdeel wordt de invloed van waardering uitgelegd. De waardering is belangrijk voor het bepalen van de overnameprijs. De waardering vormt de basis van elke deal. In de fase voor de deal wordt de waarde bepaald aan de hand van financiële ratio's en boekhoudkundige cijfers (Erel et al., 2012). In het volgende deel gaan we inzoomen welke factoren een rol spelen bij het waarderen. De factoren die belangrijk zijn, zijn de technieken die gehanteerd worden samen

met de kapitaalstructuur. Ten slotte zoomen we nog kort in op de gevaren van een foutieve waardering.

## **6. De invloed van waardering**

De waardering vormt de basis van een M&A. Aan de basis van elke succesvolle M&A ligt een goede waardering (Hoffman, 2013). Een waardering kan men volgens (Carter et al., 2008) definiëren als het toekennen van een waarde aan een bedrijf uitgedrukt in geld. De waarde wordt bepaald door beide partijen. Zowel de koper als de verkoper zullen externe financiële adviseurs onder de arm nemen om zich te laten begeleiden bij het opstellen van de waardering (Renneboog et al., 2019). Beide partijen stellen dus afzonderlijk een waardering op waarin onderhandeld zal worden tijdens de dealfase zodanig dat er een overeenkomst ontstaat in de prijs die de koper effectief zal betalen (Talpová et al., 2019). De waardering is relevant voor dit onderdeel omdat de koper een schatting maakt van de meerwaarde die hij zal proberen te realiseren. Waardering kan leiden tot een meerwaarde door het maken van de juiste assumpties. Maar door het maken van foute assumpties kan dit leiden tot een minderwaarde. De assumpties worden toegelicht onder de rubriek van de waarderingstechnieken.

### **6.1. Waarderingstechnieken**

Er zijn verschillende technieken die gebruikt kunnen worden voor het waarderen van een onderneming, maar de meest voorkomende is de 'Discounted Cash-Flow' methode (Carter et al., 2008). De reden hiervoor, is het feit dat deze methode niet veel assumpties nodig heeft om een realistisch resultaat te bekomen. Uit dit onderzoek blijkt dat men als volgt te werk gaat:

- 1) Stap 1 is het bekijken van de huidige kasstromen van de verkoper en deze vergelijken met de kasstromen van het verleden.
- 2) Stap 2 is het opstellen van kasstromen in de toekomst die men verwacht te behalen na de M&A.
- 3) Stap 3 is het berekenen van een verdisconteringsvoet, in de meeste gevallen gebruikt gemaakt men de gewogen gemiddelde kapitaalkost (WACC). De WACC is gemiddelde kost die onderneming aangaat bij het gebruik van nieuw kapitaal. Bijvoorbeeld het gemiddelde van de verschillende interesten die banken aanbieden op leningen (Inselbag et al., 1997).
- 4) Stap 4 is het verdisconteren van deze kasstromen aan de WACC zodanig dat de toekomstige kasstromen geactualiseerd kunnen worden.
- 5) Stap 5 is het optellen van deze kasstromen om de netto actuele waarde van het bedrijf te berekenen. De netto actuele waarde weerspiegelt de totale waarde van het bedrijf op dit moment, rekening houdend met de eindwaarde.

Een voorbeeld van een assumptie die gemaakt dient te worden bij het gebruik van deze methode is het inschatten van het rendement dat men verwacht te halen op de M&A. Op basis daarvan gaat men de kasstromen voor de toekomst inschatten en deze verdisconteren aan de WACC om de huidige waarde van de toekomstige kasstromen te berekenen (Carter et al., 2008). Het inschatten van de toekomstige kasstromen is geen exacte wetenschap want niemand kan de toekomst voorspellen, zo zien we dat een financiële crisis een grote invloed heeft op de financiële cijfers.

## **6.2. Kapitaalstructuur**

De kapitaalstructuur heeft een invloed op de schuldgraad die aanwezig is in de onderneming (Valaskova et al., 2019). Dit speelt bijgevolg een belangrijke rol voor het waarderen van een M&A. De onderliggende reden hiervoor is dat een te hoge schuldgraad de risico's van de waardering opdrijft, terwijl een te lage schuldgraad de rendementen van de M&A naar onder trekt (Gama et al., 2012). Volgens Dierkes et al. (2017), bestaat er een optimale kapitaalstructuur voor elk bedrijf.

De verdisconteringsvoet (WACC) is sterk afhankelijk van de kapitaalstructuur omdat deze de gemiddelde kapitaalkost berekent (Valaskova et al., 2019). De gemiddelde kapitaalkost is het gemiddelde van de kapitaalkost op basis van de schulden die zijn aangegaan. Wanneer een onderneming een hoge schuldgraad heeft zal de kapitaalkost aanzienlijk lager zijn dan wanneer de koper vooral financiert met equity (Valaskova et al., 2019). Een verkoper die te veel schulden heeft is erg risicovol om een M&A op uit te voeren. De relatie tussen de schuldgraad en de graad van equity kan men zien als de leverage (Hoffman, 2013). Wanneer de leverage te hoog is, is dit gevaarlijk voor de waardering omdat dit bedrijven kan overwaarderen vooral bij equity financiering (Myers et al., 1984).

## **6.3. Gevaren van een foutieve waardering**

Aan de waardering van een bedrijf zijn een aantal gevaren gekoppeld die drastische gevolgen kunnen hebben voor het realiseren van een meerwaarde. Het grootste gevaar is dat er een overwaardering kan zijn (Renneboog et al., 2019). Dit wil zeggen dat de aandeelhouders van de koper de waarde van het verkopende bedrijf hoger inschatten dan de waarde op financiële markt. Het bedrijf verwacht in de toekomst hogere kasstromen (Carter et al., 2008). Meer specifiek schatten de leidinggevenden van de onderneming dat de winsten in de toekomst hoger zullen liggen door de overname. Echter, dit is niet altijd het geval omdat het gaat over toekomstige winsten die men actualiseert aan de hand van de WACC ervan uitgaande dat de economische omstandigheden goed zijn. In realiteit zijn de omstandigheden niet altijd optimaal waardoor de inschattingen van het management een vertekend beeld kunnen geven (Carter et al., 2008). Een typisch voorbeeld hiervan zijn technologiebedrijven omdat deze op het moment van de verkoop vaak in schulden zitten omdat de kasstromen pas in de toekomst gerealiseerd zullen worden (Bena et al., 2014). Dit is erg gevaarlijk voor kopers omdat de toekomst onzeker is.

Een ander gevaar bij een waardering van een M&A is dat er te hard gefocust wordt op de deal zelf en de implementatie na de overname uit het oog verliest (Renneboog et al., 2019). Het is belangrijk voor de koper dat er nagedacht wordt wat er met de verkoper zal gebeuren na de M&A. Indien men niets doet met de onderneming na de overname dan zal dit leiden automatisch tot een minderwaarde (Renneboog et al., 2019).

## Methodologie

In dit onderzoek trachten we een antwoord te formuleren op de volgende onderzoeksvraag: "In welke mate wordt de verwachte meerwaarde van een M&A werkelijk gerealiseerd en wat zijn de drijvende factoren?" Om een antwoord te kunnen geven op de onderzoeksvraag wordt er gebruik gemaakt van de explorerende casestudy. De explorerende casestudy is volgens Yin (2003), de tool bij uitstek om een specifiek probleem te onderzoeken. Meer specifiek worden casestudies in het leven geroepen om 'hoe' en 'waarom' vragen te beantwoorden (Yin, 2003). In deze studie proberen we te onderzoeken waarom bepaalde factoren gelinkt kunnen worden aan de realisatie van een meerwaarde bij een M&A. Hierdoor kunnen we het gebruik van een explorerend casestudy verantwoorden.

Voor het bespreken van de problematiek zijn vier geanonimiseerde en vertrouwelijke casestudies ter beschikking gesteld door een M&A-adviseur. De casestudies bestaan uit bedrijfspresentaties die ongecensureerde financiële informatie bevatten, aangevuld met een gecensureerde omschrijving van het bedrijf. De analyse van deze casestudies zal bestaan uit een kwalitatief en een kwantitatief deel. Het kwantitatieve deel probeert aan de hand van gedetailleerde cijferdata uitgewerkt door een M&A-adviseur de motieven en factoren die een meerwaarde genereren bij een M&A bloot te leggen. Meer concreet is het doel van de kwantitatieve data om een begrip te krijgen hoe cijfermodellen evolueren door de invloed van kwalitatieve factoren bij een M&A. Een praktisch voorbeeld is het bekijken van de invloed van een wisselvallig presterende human capital, gedefinieerd als de menselijke competenties, capaciteiten, ervaring en motivatie om te innoveren (Cisi et al., 2021), op de cijfers in het specifieke geval van een M&A.

Het kwalitatieve deel zal bestaan uit zeven diepte-interviews, aanvullend op maar losstaand van de cases. Deze interviews worden afgenomen met specialisten uit de M&A-wereld, om op deze manier een beter begrip te krijgen hoe de verschillende professionals kijken naar een M&A. Aan de hand van de diepte-interviews zal er specifiek ingegaan worden op de factoren die een meer- of minderwaarde genereren en waarom deze factoren zich voordoen bij de verschillende partijen. Concreet wordt hiervoor hetzelfde patroon gevolgd als de literatuurstudie. Eerst worden er controlevragen gesteld (leeftijd, functie, opleiding, ...), gevolgd door de motieven van een M&A, de fasen van een M&A, de factoren die een meerwaarde genereren, de factoren die een minderwaarde genereren en tot slot de invloed van de waardering.

### 1. Dataverzameling

Voor het verzamelen van data werd, zoals hierboven reeds aangegeven, gebruikt gemaakt van twee methodes. Namelijk casestudies, alsook het gebruik van diepte-interviews. De casestudies gaan dieper in op M&A's die uitgewerkt werden door een M&A-adviseur. De cases opgenomen in dit onderzoek zijn geanonimiseerd en bevatten exacte cijfergegevens van de bedrijven in kwestie. De cases werden aangevuld met de bevindingen van M&A-adviseurs van verschillende bedrijven op verschillende levels. De reden hiervoor is dat deze experts een goed begrip ontwikkeld hebben van M&A's en dagelijks in contact komen met gelijkaardige cases.

### 1.1. Casestudies

Voor de eerste set data worden vier cases omschreven. De cases werden bemachtigd door een samenwerking met een M&A-adviseur, gezien het vrij lastig is om data te bemachtigen zonder een aanspreekpunt binnen de financiële wereld. De reden voor deze aanpak is de geslotenheid van de sector. De sector is gesloten omdat het gaat over private en confidentiële informatie van bedrijven vóór, tijdens of ná de transactie.

De voorziene cases werden geselecteerd via theoretical sampling op relevantie voor het onderzoek (Conlon et al., 2020). Theoretical sampling wordt gedefinieerd als het identificeren en strategisch selecteren van informatierijke cases gerelateerd aan het onderwerp van interesse (Conlon et al., 2020), in dit geval M&A's. Er wordt gekozen voor theoretical sampling omdat elke M&A op zich anders verloopt en er op deze manier concreet dieper ingegaan kan worden op de drijvende factoren van een M&A-transactie. De M&A-adviseur heeft het keuzeprocess gestuurd door cases te selecteren waar de problemen uit de literatuurstudie in voorkomen en waar de problemen duidelijk tot uiting komen in de cijfers van het bedrijf. De data betreft vier verschillende bedrijven waarin men in tabel 1 meer informatie over kan vinden.

Nummer	Naam	Activiteitsveld	Motief voor M&A
1	Case A	Field marketing	Groei & uitbreiding
2	Case B	Verkoop van fietsen	Groei & uitbreiding
3	Case C	Full service HR	Groei & uitbreiding
4	Case D	Accounting	Cash-out

Tabel 1: Geanonimiseerde cases

### 1.2. Diepte-interviews

Voor het ondersteunen van de casestudies en het kaderen van de praktische data, is er nood aan professionals die hun bevindingen en ervaringen delen. Voor het verzamelen van deze kwalitatieve data wordt er gebruik gemaakt van zeven diepte-interviews om te achterhalen welke drijvende factoren doorslaggevend zijn voor het kiezen van een M&A. Het doel is specifiek om een antwoord te vinden op de vraag waarom ondernemers kiezen voor een M&A en op welke manier dit een meerwaarde genereert voor de onderneming in kwestie, dus zowel voor de koper als de verkoper. Diepte-interviews bieden de mogelijkheid om gedetailleerde informatie toe te lichten en in context te plaatsen. Verder is het mogelijk om via diepte-interviews ook de factoren te bevragen die een minderwaarde genereren, omdat er verder doorgevraagd kan worden naar de onderliggende redenen van een minderwaarde.

Voor het afnemen van diepte-interviews werd er gekozen om aan theoretical sampling te doen. Dit wordt gedefinieerd als het identificeren en strategisch selecteren van informatierijke cases gerelateerd aan het onderwerp van interesse (Conlon et al., 2020). Dit betekent dat de respondenten gekozen werden op basis van hun ervaring in de M&A-sector. De specifieke reden om te kiezen voor theoretical sampling (Conlon et al., 2020), is het feit dat het erg lastig is om

respondenten te vinden die voldoende kennis hebben rond M&A's. De M&A-wereld is echter vrij klein en zeer gesloten. De reden is dat er private en confidentiële informatie toegelicht moet worden. De gevoelige informatie zorgt ervoor dat het onderzoek bemoeilijkt wordt en het delen van deze informatie erg lastig is.

Een tweede reden is dat er verschillende partijen betrokken zijn bij een M&A. Elke partij heeft een diverse achtergrond en een uitéénlopend motief om voor een M&A te kiezen. Het is van belang om te achterhalen hoe elke partij een meerwaarde ontwikkeld, wat deze meerwaarde juist is en welke factoren deze meerwaarde genereren. Er werd voor theoretical sampling gekozen om de juiste personen uit te kiezen die relevante en vernieuwende inzichten kunnen brengen over dit complexe onderwerp (Conlon et al., 2020). In tabel 1 kan een overzicht gevonden worden van de geanonimiseerde respondenten die deelnamen aan een diepte-interview.

Nummer	Naam	Type bedrijf	Geslacht	Leeftijd	Anciënniteit	Functie (nu)
1	Respondent 1	M&A-adviseur	M	60 jaar	11 jaar	Senior partner
2	Respondent 2	Investeringsbank	M	26 jaar	2 jaar	Junior partner
3	Respondent 3	Consultancy	M	37 jaar	14 jaar	Director
4	Respondent 4	M&A-adviseur	M	24 jaar	2 jaar	Financieel analist
5	Respondent 5	M&A-adviseur	V	55 jaar	25 jaar	Managing Partner
6	Respondent 6	M&A-adviseur	M	54 jaar	18 jaar	Senior partner
7	Respondent 7	M&A-adviseur	M	62 jaar	35 jaar	Managing Partner

Tabel 2: Geanonimiseerde respondentenlijst

## 2. Datastructuur

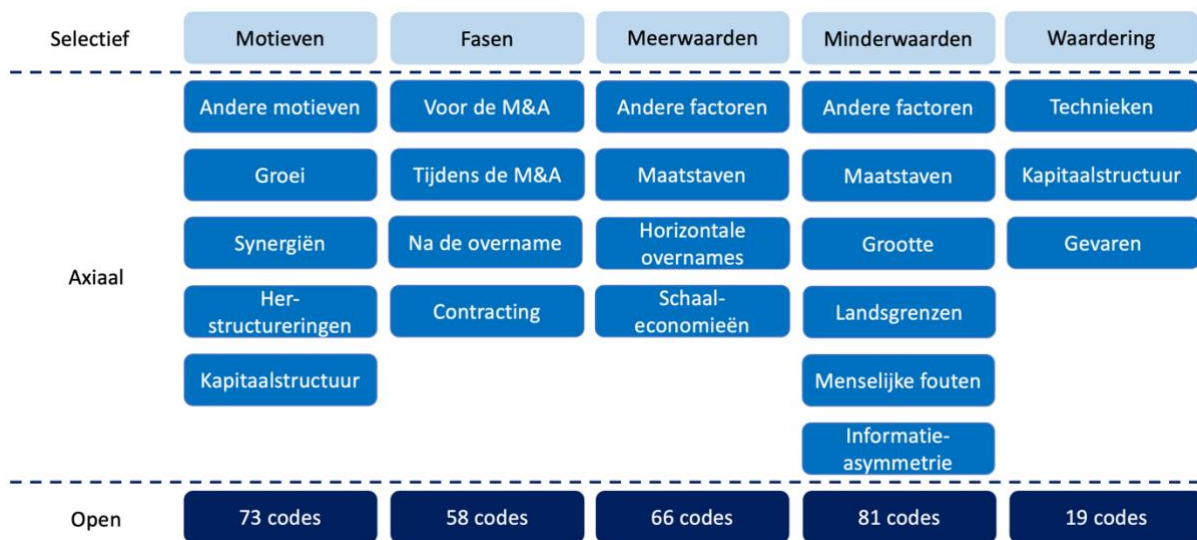
Voor het kwalitatieve gedeelte van het onderzoek naar de factoren die een meerwaarde genereren bij een M&A, werd er een datastructuur opgesteld aan de hand van sleutelwoorden die voorkwamen in de diepte-interviews. Deze sleutelwoorden werden 'in vivo' gecodeerd (Mortelmans, 2013), wat wil zeggen dat deze woorden via een exacte match teruggevonden kunnen worden in de interviews.

In de eerste fase van het coderingsproces werd er open gecodeerd. Om open te coderen werden de interviews getranscribeerd en werden de belangrijkste termen per interview opgenomen in een codeboom (Mortelmans, 2013). Meer concreet werd er aandacht gegeven aan de factoren die de respondenten benadrukten tijdens het interview. Gezien de hoeveelheid aan open codes wordt er

in figuur 2 aangeduid hoeveel open codes er zijn, zonder dat de figuur onoverzichtelijk wordt. Voor een uitwerking van de uitgebreide datastructuur verwijzen we naar bijlage 3.

Vervolgens werd er axiaal gecodeerd. De open codes werden individueel bekeken en gesorteerd per thema (Mortelmans, 2013). Elke axiale code weerspiegelt een thema dat de respondent aanhaalde tijdens het afnemen van het interview.

Tot slot werden de axiale codes verwerkt tot selectieve codes. De selectieve codes weerspiegelen de axiale codes per overkoepelend thema. Hierin zien we dat de selectieve codes terugkomen per besproken thema in de literatuur (Mortelmans, 2013). De selectieve codes zijn: motieven, fasen, meerwaarden, minderwaarden, waardering.

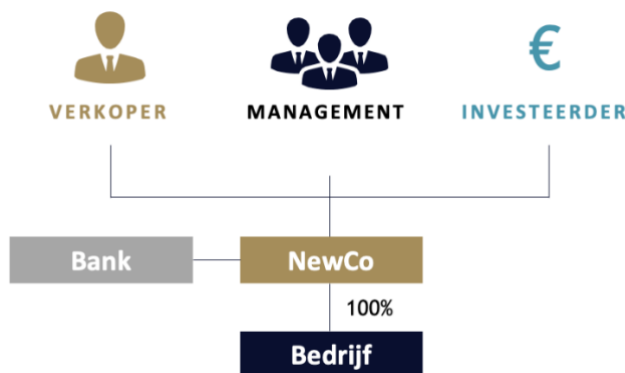


(Figuur 2: Beknopte datastructuur diepte-interviews)

## Resultaten

Voor het uitwerken van de resultaten werden de getranscribeerde interviews verwerkt samen met de bestudeerde cases. Deze werden individueel geanalyseerd om in deze sectie te bekijken in welke mate de meerwaarde van een M&A effectief gerealiseerd werd en welke factoren doorslaggevend zijn om een meerwaarde te genereren.

Voordat er dieper ingegaan wordt op de verschillende onderdelen van deze studie is het belangrijk om te kijken hoe een M&A georganiseerd wordt in het bedrijfsleven. De hieronder besproken structuur is terug te vinden in elk van de cases en wordt gebruikt voor het voorstellen van een M&A aan potentiële investeerders en klanten.



(Figuur 3: Buy-Out structuur)

De Buy-Out is een vorm van een M&A-transactie waarbij de operationele vennootschap verkocht wordt aan een overkoepelende holding. De overkoepelende holding financiert deze aankoop aan de hand van (x)% bank schuld, (x)% herinvestering van de verkoper, (x)% inkoop van het management en (x)% investering door externe investeerders. Na het succesvol afronden van deze transactie is het bedrijf overgegaan van de ene eigenaar naar de andere eigenaar en is de M&A volbracht.

### 1. Motieven voor een M&A

In eerste instantie werd er gekeken naar wat mogelijke motieven zijn om te kiezen voor een M&A. Een M&A is één van de meest populaire modaliteiten om anorganisch te groeien. Aan de hand van de bestudeerde cases werd er bekeken welke modaliteiten zich in de praktijk voordoen om te kiezen voor een M&A. Tijdens de diepte-interviews werden de M&A-specialisten bevraagd om te omschrijven welke motieven zich in het bedrijfsleven het meest voordoen. Het kaderen van de motieven is belangrijk om te begrijpen waarom M&A's plaatsvinden. Zonder een goed begrip van de waarom vraag is het moeilijker om te begrijpen hoe M&A's meerwaarde genereren.



### 1.1. Andere motieven voor een M&A

In deze sectie bespreken we motieven die niet verwerkt werden in de literatuurstudie, maar wel terugkomen in de diepte-interviews. In diepte-interviews 3, 4, 5, 6 en 7 werd de vraag aan de respondenten voorgelegd welke motieven ze herkennen bij bedrijfsleiders om te kiezen voor een M&A. Er deden zich tal van motieven voor, waardoor niet alle motieven besproken kunnen worden in deze studie. Hierdoor werd er gekozen om de vier belangrijkste factoren te bespreken die het meest wederkeren in de interviews, namelijk: een gebrek aan opvolging, het herverdelen van het vermogen, nieuwe technologieën en continuïteit.

De eerste factor die hier naar boven kwam is een **gebrek aan opvolging**. Zowel respondent 3, 4, 6 als 7 stelden dat de gemiddelde KMO moeite heeft met het zoeken naar opvolging voor zijn of haar bedrijf. Dit kan bevestigd worden aan de hand van de volgende quotes: "De zonen of dochters willen het niet doen of hebben er geen aanleg voor." (Respondent 3), "Een bedrijfsleider probeert vaak een exit strategie te voorzien uit zijn bedrijf." (Respondent 4) en "Vandaag de dag is dat verhaaltje gelukkig doorpikt en is de zoon of dochter niet altijd de logische opvolger van de bedrijfsleider en heeft men dat correct ingezien." (Respondent 7). Hieruit leiden we af dat een goede opvolging tot een meerwaarde kan leiden omdat dit de kans op continuïteit van het bedrijf na de overname verhoogt.

Een tweede motief dat aangehaald kan worden aan de hand van de bestudeerde cases en quotes van respondent 4, 6 en 7 is het **herverdelen van het vermogen** van de bedrijfsleider. De bedrijfsleider heeft volgens alle 4 de cases ongeveer 80% van zijn volledige vermogen in de vennootschap zitten, waardoor hij dit vermogen niet privé kan benutten. Wanneer er een M&A-transactie plaatsvindt zoals in (figuur 3) besproken wordt, is het mogelijk voor de ondernemer om zijn vermogen te herbalanceren en geld te ontvangen voor zijn aandelen in de vennootschap. Aan de hand van de volgende quotes kan aangetoond worden dat dit een belangrijk motief is om te kiezen voor een transactie: "Financieel gezien is een M&A vaak een beweegreden om het vermogen van de familie uit het bedrijf te halen." (Respondent 4), "Het eerste punt is het vermogen. Waar zit uw vermogen? Zit uw vermogen niet te veel in één mandje? Is het mogelijk om het vermogen te de-risken en te diversifiëren?" (Respondent 6) en "Mensen willen vroeger financieel onafhankelijk zijn en weten dat er manieren zijn om vermogensevenwicht na te streven. Zijnde een deel van het bedrijfsvermogen naar het privévermogen te brengen." (Respondent 7). Specifiek genereert de ondernemer voor zichzelf een meerwaarde doordat hij een deel van zijn vermogen kan veiligstellen door het uit de onderneming te halen.

Het volgende motief dat aangehaald werd aangehaald is het feit dat M&A's uitgevoerd worden voor het **verwerven van nieuwe technologieën**. Nieuwe technologieën zorgen ervoor dat bedrijven een niche in de markt kunnen veroveren of dat ze sneller kunnen groeien door efficiëntere technologie. Respondent 5 quoteerde dit als volgt: "Grotere bedrijven hebben vaak als motief dat ze kleinere spelers overnemen om nieuwe technologieën in huis te halen. De reden hiervoor is dat het proces van de integratie van nieuwe technologieën vaak te lang duurt bij grote bedrijven. Hierdoor kiezen ze al snel voor het opkopen van nieuwe bedrijven." (Respondent 5). Nieuwe

technologieën zijn een meerwaarde generator door het feit dat de kopende onderneming deze verder kan uitbouwen om synergiën te realiseren na de koop. Concreet kunnen ze de nieuwe technologie gebruiken om de bestaande technologie te vervangen of te verbeteren.

Een laatste motief waarom verkopende bedrijfsleiders kiezen voor een M&A is de **continuïteit** van het bedrijf. Een M&A maakt het mogelijk om het risico op discontinuïteit te verminderen aan de hand van een herverdeling van het vermogen. Dit wil zeggen dat een deel van het vermogen van de verkopende bedrijfsleider uit de onderneming gehaald kan worden en nadien herinvesteed kan worden in het bedrijf of een nieuwe tak van het bedrijf om op een gezonde manier te groeien. "Het gaat altijd over het de-risken van het vermogen van de bedrijfsleider en het de-risken van de continuïteit van de onderneming." (Respondent 6), "Waar mensen vroeger hun bedrijf zagen als een baby en er bij wijze van spreke voor zorgen tot ze doodvallen, zien we vandaag dat mensen vroeger en vroeger gaan denken over de toekomst en zich de vraag stellen hoe ze het bedrijf sneller laten groeien en hoe ze hun persoonlijke toekomst, als de toekomst van het bedrijf kunnen veiligstellen." (Respondent 7). Op die manier is ook de onderneming niet meer onderhevig aan het risico van de verkopende zaakvoerder. Meer bepaald, komt de continuïteit van het bedrijf niet meer in gedrang wanneer de bedrijfsleider iets zou overkomen.

## 1.2. Groei

Het meest voorkomende motief om te kiezen voor een M&A is de zoektocht naar **externe of anorganische groei**. In drie van de vier cases werd externe groei aangehaald als argument voor een M&A. Dit werd verder ondersteund in alle diepte-interviews. Dit wordt vastgesteld aan de hand van onderstaande quotes: "Een ander motief, eerder bij jongere bedrijven, meer bepaald startups die enorm snel zijn beginnen schalen en op een moment komen dat ze op zoek moeten gaan naar externe groei." (Respondent 3), "Wat ik al gezien heb in het bedrijf waar ik actief ben is dat veel ondernemers zoeken naar nieuwe groeistrategieën en tot de conclusie komen dat ze externe groei nodig hebben om groter te kunnen worden." (Respondent 4) en "Meestal gaat het over groei, met andere woorden het aangroeien van de activiteiten en wanneer het te traag gaat, genoodzaakt zijn om een overname te moeten doen." (Respondent 5). Groei voor de koper is een absolute meerwaarde doordat het kopende bedrijf nieuwe activiteiten kan ontwikkelen, of zijn bestaande activiteiten kan uitbreiden.

Vervolgens werd er gekeken naar **tools** die specialisten gebruiken voor het inschatten van groei. Uit alle bestudeerde cases blijkt dat er **een toekomstig businessplan** opgesteld wordt voor het inschatten van de toekomstige groei voor een periode van (x) jaar. Uit de diepte-interviews bleek dat professionals gebruik maken van een businessplan, maar dat er ook andere tools zijn die men kan gebruiken voor het inschatten van de groei bij een M&A. Bijvoorbeeld: "We kijken hierbij dus vooral naar de groeivoet van de afgelopen jaren en hoe sterk het verhaal is naar de toekomst toe." (Respondent 1), "Om toekomstige groei in te schatten kijken we naar de marktgroei en de potentie van het bedrijf binnen de markt." (Respondent 3) en "Voor ons is het altijd de verantwoordelijkheid van de manager of bedrijfsleider om een businessplan op te maken, wij gaan dit dan nadien evalueren." (Respondent 6).

### 1.3. Synergiën

De respondenten uit de diepte-interviews verklaarden dat synergiën een belangrijke drijfveer zijn voor M&A-transacties. Volgens specialisten binnen de M&A-wereld is het echter niet éénvoudig om synergiën op een correcte manier in te schatten of te kwantificeren. Het komt in realiteit vaak voor dat bedrijfsleiders synergetisch potentieel zien in een bedrijf wat M&A-adviseurs niet zien. De twee meest voorkomende synergiën zijn het **besparen van kosten in 'overhead'** en het **opvullen van productiecapaciteit**. Deze zijn volgens de respondenten ook het makkelijkst te kwantificeren. Dit kunnen we vaststellen aan de hand van de volgende quotes: "In overhead kan men veel synergiën winnen, samen met het opvullen van productiecapaciteit voor productieondernemingen." (Respondent 1), "Hierdoor hebben we de productiecapaciteit van de ene speler kunnen verleggen naar de andere speler waardoor dat het productassortiment geoptimaliseerd kon worden met een grotere afzet tot gevolg." (Respondent 2) en "Puur praktische synergiën zoals de overhead synergiën, kan je met een 'good-guess' wel in cijfergegevens inschatten." (Respondent 6). Synergiën zijn een belangrijke reden om meerwaarde te genereren. Wanneer de koper erin in slaagt om kosten te reduceren of het productieapparaat te vergroten zorgt dit voor een succesvolle groei na de overname.

### 1.4. Herstructureringsmogelijkheden

Ondanks dat herstructureringen een belangrijk motief kunnen zijn voor het kiezen van een M&A, wordt hier in de bedrijfswereld minder rekening mee gehouden. De onderliggende reden hiervoor is dat dit **niet toebehoort aan de 'core-activiteiten' van M&A specialisten**.

Herstructureringen worden soms wel aangeboden via een andere afdeling van de onderneming. De onderstaande quotes uit de diepte-interviews ondersteunen dit standpunt: "In dit finance huis hebben we relatief weinig ervaring met herstructureren omdat dit niet tot onze core-activiteiten behoort." (Respondent 1), "Dit is niet echt van toepassing voor onze Belgische tak. Onze Franse tak biedt deze service wel aan." (Respondent 2) en "Op onze dienst hebben we zelf geen ervaring met herstructureringen maar ons bedrijf biedt deze service wel aan." (Respondent 3).

Herstructureringsmogelijkheden bieden de kans op een meerwaarde door het herorganiseren van de bedrijfsstructuur. Hierbij verwijzen we naar het realiseren van de synergiën door bijvoorbeeld het optimaliseren van de kostenstructuur.

Respondent 7 had hier een andere kijk op en stelde dat herstructureringen vaak te vroeg plaatsvinden en dat men eerst de tijd moet nemen om het management van de verkoper voldoende te leren kennen. Hij stelt hierbij dat herstructureringen niet alleen een motief zijn, maar mogelijks leiden tot een meerwaarde. "In sommige gevallen is dit een absolute meerwaarde, maar in de meeste gevallen komt men hier meestal te vroeg mee. Ik denk dat je de tijd moet laten om de partij te leren kennen na een overname om daar dan verandering in te brengen op een gestructureerde manier en vooral het management en uw team betrekken bij die veranderingen en dat is de fout die dikwijls gemaakt wordt denk ik." (Respondent 7). Het is hierbij echter wel belangrijk om rekening te houden met het DNA van het bedrijf: "Het belangrijkste goed van een bedrijf is het DNA van het bedrijf. Het DNA van een bedrijf wordt gecreëerd door een familie, een

persoon, door de leiding van een bedrijf en mensen werken daar uit respect en in samenwerking met dat management.” (Respondent 7).

### 1.5. Impact op de kapitaalstructuur

Een laatste motief dat besproken werd zijn de veranderingen in de kapitaalstructuur. Bij het opzetten van een M&A transactie stellen we veranderingen in de kapitaalstructuur vast als gevolg van de transactiestructuur. Echter kan de kapitaalstructuur ook gezien worden als een motief voor een M&A. Hiervoor verwijzen we ook naar het herverdelen van het vermogen als motief. (Zie 1.1). De reden hiervoor is dat alle betrokken partijen in de kapitaalstructuur een rendement krijgen op hun geïnvesteerde geld en bijgevolg bewust kiezen om een M&A uit te voeren. Zoals in (figuur 3: Kapitaalstructuur van een M&A transactie) grafisch wordt voorgesteld hoe de financiering van een deal gebeurt, kunnen we op basis van de cases de financieringsstructuur meer in detail bekijken. De gegevens voor figuur 3 zijn afkomstig uit de geanalyseerde cases.

Financieringsstructuur NewCo (in K EUR)				
Aandelenprijs	9.500	<b>Aandelen</b>	<b>2.500</b>	
Transactiekosten	500	Verkopers	1.125	45%
		Management	500	25%
		Investeerders	750	30%
		<b>Aandeelhouderslening</b>	<b>2.500</b>	
		Verkopers	1.125	45%
		Management	500	25%
		Investeerders	750	30%
		<b>Bankfinanciering</b>	<b>5.000</b>	
<b>Totaal</b>	<b>10.000</b>	<b>Totaal</b>	<b>10.000</b>	

(Figuur 4: Kapitaalstructuur van een M&A transactie)

We zien in figuur 4 dat het bedrijf een 10 miljoen EUR nodig heeft aan financiering. In dit geval wordt de deal gefinancierd door 50% bankfinanciering, 25% aandelen en 25% aandeelhouderslening. De kapitaalstructuur van de onderneming zal dus veranderen door een **toename van schuld** ten aanzien van de aandeelhouders als de bank.

De M&A-specialisten bevraagd in de diepte-interviews benadrukken de verandering van de kapitaalstructuur door een toename in de schuld van de onderneming, waardoor de 'Weighted Average Cost of Capital' (WACC) verandert en bijgevolg de **verhouding tussen schuld en eigen vermogen** een andere vorm aanneemt die ervoor kan zorgen dat de onderneming op lange termijn meer rendement zal behalen. De volgende quotes onderbouwen deze bevindingen: "We zien dat er externe investeerders, private equity, banken, ... instappen in het kapitaal. Bijgevolg zien we dat de WACC praktisch altijd drastisch verandert na een M&A transactie." (Respondent 1), "De PE zal mogelijks wel wat schuld op de vennootschap steken post-acquisitie om zo de groei te versnellen." (Respondent 2) en "Naar gelang het bedrijf, de cashflows en de grootte van het bedrijf gaan we kijken hoeveel schuld het bedrijf kan dragen zonder zichzelf tegen te komen. (Respondent 6). Dit kan leiden tot een meerwaarde door de toename van schuld. Hierdoor moet er minder geld ingebracht worden door alle andere partijen waardoor er een meerwaarde

gegenereerd kan worden via leverage. Leverage wordt gedefinieerd als een toename in de financiële schuld om de rendementen op het geïnvesteerde kapitaal te verhogen (Berent. 2011).

## **2. Fases van een M&A**

Een M&A-transactie is volgens de wetenschappelijke literatuur steeds opgebouwd uit **een fase vóór de M&A, tijdens de M&A en na de transactie**. In de bedrijfswereld blijkt dit niet anders te zijn, maar wordt er een opdeling gemaakt in verschillende subfases die in detail omschrijven welke acties ondernomen worden tijdens een M&A-transactie. De reden dat de fasen aangehaald worden, is om te onderzoeken in welke fasen meerwaarde gegenereerd kan worden. Het is namelijk zo dat in elke fase van de M&A een meerwaarde gegenereerd kan worden. Bijvoorbeeld het inbouwen van een goede planning in de voorbereidingsfase is een goed startpunt voor een meerwaarde. Ook het samenwerken met een goede adviseur tijdens de dealfase kan leiden tot een meerwaarde. Tot slot zien we dat een succesvolle integratie na de overname een belangrijke meerwaarde factor is. In de volgende rubrieken worden de subfases besproken. De resultaten werden voornamelijk gebaseerd op de verschillende fasen besproken tijdens de interviews, gezien de cases hier niet dieper op ingaan.

### **2.1. Subfases**

Respondent 2 heeft een duidelijk overzicht gemaakt van de verschillende stappen die dienen te gebeuren in een M&A transactie. De andere respondenten erkennen al deze stappen, maar wijken in beperkte mate af van de volgorde. Aan de hand van quotes van respondent 2 omschrijven we hieronder het proces, alsook hoe hier mogelijks een meerwaarde gegenereerd kan worden.

#### **2.1.1 Fase 1: De pitch**

Deze fase situeert zich voor de transactie. Er wordt in deze transactie een gesprek met de verkoper gevoerd om hem te overhalen om in een transactie te stappen met zijn operationele vennootschap. "In eerste instantie zien we de pitch. Hierin gaan we kijken hoe we de klant kunnen helpen, we gaan vooral luisteren naar de visie op het bedrijf, de markt, de competitie, waardering, etc." (Respondent 2). In de pitch kan het idee aangehaald worden om de verkoper te overtuigen om een deel van zijn vermogen veilig te stellen via een overname, wat bijgevolg kan leiden tot de continuïteit van het bedrijf als meerwaarde generator.

#### **2.1.2 Fase 2: Engagement letter**

De engagement letter is een eerste overeenkomst die gesloten wordt tussen de verkoper en de adviseur. In deze overeenkomst wordt het proces besproken en wat de opdracht gaat inhouden. De engagement letter bevindt zich tussen de fase voor de transactie en tijdens de transactie. Het is een eerste aanzet naar de transactie. "Dit omvat alle details tussen bank & klant. Namelijk de opdracht, onze fee proposal, etc. We geven een overzicht van de details van hoe het proces zal verlopen." (Respondent 2). In de engagement letter kunnen al opties ingebouwd worden om een meerwaarde te genereren zoals bijvoorbeeld de tijd waarin het proces vervolledigd zal worden. Deze mag niet te lang zijn om optimale slaagkansen te garanderen.

### **2.1.3 Fase 3: Marketingplan**

In de derde sub fase die tijdens de dealfase van de M&A gebeurt, worden de marketingdocumenten opgesteld. Deze documenten omvatten een investeringsmemorandum (IM), waarbij alle informatie van het bedrijf gebundeld wordt in één document. Het betreffen de activiteiten van het bedrijf, de structuur van het bedrijf, de financiële situatie, de waardering, alles wat met het bedrijf te maken heeft. Dit memorandum wordt samengevat in een teaser. Een anoniem document dat rondgestuurd wordt naar potentiële kopers om interesse te wekken. Dit wordt telkens samen verstuurd met een 'Non Disclosure Agreement' (NDA) om de confidentialiteit te bewaren. Respondent 2 haalde hier het volgende aan: "We schrijven een information memorandum uit (IM). Dit is de backbone van het proces. Hieruit maken we een anonieme teaser die we uitsturen naar de markt om te kijken welke kopers geïnteresseerd zijn. Dit gebeurt samen met een NDA (Non Disclosure Agreement). Wanneer klanten dit ondertekenen krijgen ze de naam te horen en ontvangen ze een IM. Zodat alle perspectieven van onze klant aan het licht komen." (Respondent 2). In het marketingplan dient men alle informatie van de verkoper zo goed mogelijk te verwerken zodat het makkelijker wordt voor de koper om een goede inschatting te maken van de mogelijke meerwaarde die gerealiseerd kan worden.

### **2.1.4 Fase 4: Process Letter & NBO**

Bij het bezorgen van een (IM) wordt er telkens een process letter meegestuurd naar de potentiële koper. Hierin wordt uitgelegd hoe het proces zal verlopen en welke elementen de verkoper wil benadrukken in het proces. Zoals bijvoorbeeld welke cijfers gebruikt werden tijdens de waardering om geen verwarring te doen ontstaan. Wanneer de potentiële koper geïnteresseerd is zal hij een eerste bieding doen, ook wel bekend als een 'Non Binding Offer' (NBO), die nog niet bindend is, maar een duidelijk signaal geeft aan de verkoper wat hij kan verwachten. "Een IM wordt altijd verstuurd samen met een process letter. Dit is een brief waarin we het proces toelichten waar we in fase één NBO's verzameld worden. Dan kiezen we samen met de klant op basis van de NBO's welke kopers een kans maken om het bedrijf te kopen." (Respondent 2). In de process letter is het belangrijk om een transparante kijk te geven over welke cijfers gebruikt werden tijdens het proces, zodat er nadien geen minderwaarde gegenereerd kan worden door onduidelijkheden of informatie asymmetrie.

### **2.1.5 Fase 5: Due diligence**

De due diligence fase, is de fase waarbij de koper de verkoper gaat doorlichten op verschillende manieren. Er worden Q&A-sessies georganiseerd waarbij de koper, de verkoper en M&A-specialisten rond de tafel gaan zitten om de bedrijfswerking in al zijn aspecten toe te lichten. Vaak wordt er in deze fase accountants betrokken die een audit gaan doen op het verkopende bedrijf. De informatie die gebruikt wordt voor de audit kan teruggevonden worden in een dataroom waar alle informatie instaat. Vóór het tekenen van de 'Letter Of Intent', wat in de volgende fase gebeurt, is deze dataroom nog niet volledig, maar kan er al een gedeeltelijke due diligence plaatsvinden. Respondent 2 onderbouwde dit als volgt: "Vervolgens beginnen we aan de Due Diligence. Hierbij wisselen we alle info tussen onze klant en de koper uit aan de hand van een VDR (Virtual Data Room). Hierin staat alle informatie van onze klant, bijvoorbeeld de accounting,

architecturale plannen van de fabriek, attesten, loonbrieven, .... Alles wat een koper nodig heeft om een fair bod te kunnen uitbrengen. In deze fase gaan onze klant en de koper vaak in dialoog aan de hand van Q&A-sessies." (Respondent 2). In de due diligence is het belangrijk dat de koper voldoende kennis opdoet over de verkoper zodat een duidelijk beeld geschept kan worden van het synergetisch potentieel, de groei, alsook de structuur en werking van het bedrijf in kwestie.

#### **2.1.6 Fase 6: Binding offers & LOI**

Wanneer de potentiële koper, na het uitvoeren van een gedeeltelijke due diligence, zijn interesse in de koper wil vastleggen zal hij een 'Letter Of Intent' (LOI) tekenen. Dit is een exclusiviteitsovereenkomst waar de intenties van de koper vastgelegd worden op papier. Na deze overeenkomst krijgt de koper toegang tot een volledige dataroom zodat hij de due diligence fase volledig kan afronden en een 'binding offer' kan uitbrengen. Bij de meeste M&A's zijn er 1 tot 3 bindende offers. "Vervolgens wordt er een BO (binding offer) gedaan samen met een Letter of Intent, waar opnieuw instaat wie de koper is, wat zijn intenties zijn, hun voorwaarden en het finale bod. Dan is het in deze fase aan ons om samen met klant te kiezen welk binding offer we gaan nemen, als er al meerdere zijn natuurlijk." (Respondent 2). Tijdens de LOI-fase wordt de koper exclusief gebonden aan de verkoper en kunnen de eerste voorbereidingen getroffen worden om de meerwaarde ten uitvoer te brengen in de post-transactie fase.

#### **2.1.7 Fase 7: Signing & closing**

De voorlaatste fase is de 'signing' en de 'closing'. Tijdens de 'signing' worden alle contracten opgesteld en besproken. Hierbij gaat de advocaat van de koper samen rond de tafel met de verkoper om alle contracten en officiële documenten tot in de puntjes uit te werken. Hiervoor haalde respondent 2 de volgende quote aan: "Daarna hebben we de signing van de deal, waarbij we de contracten afronden en de officiële aankondiging doen van de deal." (Respondent 2).

In de laatste fase hebben we de 'closing'. Tijdens de 'closing' gebeurt de effectieve overdracht van de M&A, meerbepaald worden alle betalingen en transacties uitgevoerd. Bijvoorbeeld: de banktransacties, de aankoop van de aandelen, het betalen van de fee, het loon van de advocaat, .... Respondent 2 zei hier het volgende over: "Tot slot hebben we de closing zelf, dit is meestal een paar maanden na de signing. Dit is de finale afronding, waar de geldstromen uitgevoerd worden volgens plan en waarbij de overname dus uitgevoerd wordt." (Respondent 2). De signing en closing zijn momenten die een meerwaarde vormen voor de koper als de verkoper op een psychologische manier. De deal is op dat moment volledig afgerond waardoor beide partijen van start kunnen gaan met de uitwerking van de integratie.

#### **2.1.8 Fase 8: Post-transactie fase**

Tot slot hebben we de post-transactie fase. Deze fase is in de meeste gevallen de fase waarin er geherstructureerd wordt en er gereflecteerd wordt op de M&A-transactie. Bij deze fase wordt het verkopende bedrijf geïntegreerd in het kopende bedrijf en gebeurt de post-merger integratie. Opnieuw is dit een fase waar M&A-specialisten weinig bij betrokken worden. Voor deze fase had respondent 6 een korte quote: "Op deze fase volgt nadien de post-merger integration, waar we

zelf veel minder mee te maken hebben.” (Respondent 6). In deze fase kan er meerwaarde gegenereerd worden door alle afgesproken zaken tijdens de dealfase ten uitvoer te brengen en op die manier een succesvolle integratie van het verkopende bedrijf in het kopende bedrijf uit te voeren.

## 2.2. Onderhandelingen & contracten

Tijdens het afnemen van de diepte-interviews werd er kort ingegaan op de onderhandelingen van een M&A en hoe deze in zijn werk gaan. In eerste instantie werd vastgesteld dat de onderhandelingen weggelegd zijn voor **senior partners** in het bedrijf. Dit stellen we vast uit een quote van respondent 4: “Wij als analisten voeren meestal niet de contracting uit. Maar wij ondersteunen de partners bij de contracting fase.” (Respondent 4). De financiële analisten en associates spelen wel een ondersteunende rol in deze fase.

Het eerste contract dat opgesteld wordt is een **'Sales Purchase Agreement'**, waarbij de koper de voorwaarden vastlegt waaraan hij het verkopende bedrijf zal overnemen. Respondent 1 onderbouwde dit als volgt: “In de eerste fase maken we altijd een SPA (sales purchase agreement).” (Respondent 1).

Wanneer de koper beslist om mee te investeren in het kapitaal, zal de verkoper ook een **'shareholders-agreement'** opstellen waarin verduidelijkt wordt aan welke voorwaarden de koper mag instappen in het kapitaal van de onderneming. “Als de koper mee investeert in het kapitaal, zal er ook een shareholders-agreement opgesteld moeten worden.” (Respondent 1).

In de volgende fase van de contracting wordt er ook een **'management-agreement'** opgesteld waarin verduidelijkt wordt hoe het management het bedrijf zal runnen en aan welke voorwaarden ze zullen instappen in het kapitaal van de nieuwe onderneming. Indien hier vastgoed bij betrokken is, zal er in deze fase ook een huurovereenkomst opgesteld worden met een inventaris van het vastgoed. Respondent 1 staaft dit als volgt: “In de meeste gevallen moet er voor de verkopende eigenaar een management-agreement opgesteld worden en als er vastgoed bij betrokken is, moet er ook nog een huurovereenkomst opgemaakt worden met een inventaris van het vastgoed.” (Respondent 1).

Tot slot kan er nog sprake zijn van een **'vendor-loan agreement'**, maar hier werd niet verder op ingegaan vanwege de technische aard van dit type contracten. “Daarna hebben ook nog vendor-loan agreements, maar dit is eerder technisch.” (Respondent 1).

Wanneer alle zaken doorheen het proces duidelijk geformuleerd worden in contracten, kan er nadien geen discussie meer ontstaan wat het genereren van een minderwaarde bemoeilijkt. Het is bijgevolg een manier om dealzekerheid te creëren.



### 3. Factoren die een meerwaarde genereren

De kern van het onderzoek zijn de factoren die een meerwaarde genereren bij een M&A. In eerste instantie werden de vier cases geanalyseerd om te kijken welke factoren een meerwaarde genereren in algemene gevallen. Vervolgens werden de M&A specialisten bevraagd aan de hand van diepte-interviews om vanuit hun ervaring nieuwe factoren te identificeren.

#### 3.1. Andere factoren die een meerwaarde genereren

In eerste instantie werd er onderzocht of er nieuwe factoren zijn die niet in de bestudeerde wetenschappelijke literatuur voorkomen. Gezien er tal van nieuwe factoren opdoken uit de diepte-interviews, worden hieronder de vijf belangrijkste factoren besproken, namelijk: stabiele cashflows, menselijk kapitaal (middenkader), menselijk kapitaal (vaardigheden), de markt en een overname van de concurrentie.

Uit alle cases bleek dat een **stabiele cashflow** een grote waarde generator is. De reden hiervoor is dat M&A-specialisten aan de hand van stabiele cashflows potentiële kopers makkelijker kunnen overtuigen om een onderneming over te nemen. Uit de bestudeerde cases kunnen we vaststellen dat er verschillende manieren zijn om de cashflows te stabiliseren. Met andere woorden, normalisaties die uitgevoerd worden ter correctie van de EBITDA en bijgevolg de cashflows.

In EUR	09/2019	09/2020	12/2021*	30/06/2022	FC2022
Statutaire EBITDA:	396.737	495.548	440.093	-42.933	299.977
Normalisaties:					
Managementvergoeding	336.535	371.817	419.343	163.588	184.868
Genormaliseerde vergoeding	-240.000	-248.049	-300.000	-120.000	-240.000
Groei investeringen	-	-	-	104.499	276.775
Overige kosten	-170	-352	59.923	-1.368	-
Genormaliseerde EBITDA	493.101	619.000	619.359	103.785	521.620

\*Boekjaar van 15 maanden. Cijfers zijn geprorateerd naar 12 maanden.

(Figuur 5: Voorbeeld stabilisatie oefening Case A)

Om in dit geval de statutaire EBITDA te stabiliseren werd er in eerste instantie een correctie uitgevoerd op de managementvergoeding. Deze werd vastgezet op 240.000 EUR met een verhoging van 60.000 EUR indien de EBITDA groter is dan 619.000 EUR. In tweede instantie wordt de groei-investering meegenomen in de berekening. In derde instantie worden de betalingsverschillen en bankkosten gecorrigeerd. Tot slot werd toegelicht dat de activiteiten vooral toenemen in de tweede jaarhelft. Hierdoor wordt bijgevolg een vrij constante genormaliseerde EBITDA gevonden die gebruikt kan worden om de onderneming te waarderen. Het hebben van een stabiele cashflow genereert meerwaarde doordat de koper duidelijke verwachtingen kan stellen wat hij van de toekomstige groei van het verkopende bedrijf mag verwachten. Door een betere inschatting, is het makkelijker om een meerwaarde te genereren.

Uit de diepte-interviews werd verduidelijkt dat een belangrijke meerwaarde generator het **menselijk kapitaal** van de onderneming is. Meer specifiek gaat het over het belang van het **installeren van een middenkader**. Wanneer er zonder middenkader een voorval gebeurt met de

bedrijfsleider zijn er in de KMO-omgeving vaak problemen met de voortzetting van de dagelijkse werking om de continuïteit te garanderen. Dit wordt onderbouwd aan de hand van volgende quotes: "Wanneer er in dit geval iets met de bedrijfsleider gebeurt, komt het bedrijf in discontinuïteit. Hier moeten we als M&A-adviseur de vraag stellen of een bedrijfsleider zijn kapitaal niet moet openstellen voor anderen zoals het management, investeerders, PE, ..." (Respondent 6) en "Als dan de topman een ongeluk heeft, is er toch nog een team aanwezig die de business overeind kunnen houden." (Respondent 1). Continuïteit vormt een meerwaarde door ervoor te zorgen dat de toekomst van de verkoper gegarandeerd is. Toekomstgaranties verhogen de succeskans en zorgen ervoor dat de koper sneller geneigd zal zijn om een overname uit te voeren. Respondent 7 benadrukte het belang van een middenkader vanuit het standpunt van een minderwaarde: "Dit is een absolute minderwaarde, want als je het bedrijf kan overlaten en je kan zeggen dat je al een jaar niet meer actief bent, maar het bedrijf nog volgt als lid van de raad van bestuur, is dat bedrijf meer waard dan iemand die zijn bedrijf leidt en wel een middenkader heeft, maar in realiteit het bedrijf zelf leidt. Ik denk dat dit zeer belangrijk is." (Respondent 7). Hij stelt hierbij dat een sterk middenkader een absolute meerwaarde vormt.

Met betrekking op het **menselijk kapitaal** werden ook de **vaardigheden van het management** aangehaald als meerwaarde generator door de respondenten in de diepte-interviews. Wanneer een goed managementteam ervoor kiest om mee in te stappen in het kapitaal van de nieuwe onderneming en bijgevolg de dagelijkse bedrijfsvoering voor zijn rekening neemt, neemt dit een deel van de onzekerheden van de koper weg. Verder geeft dit ook een sterk signaal naar de investeerders toe. Dit wil namelijk zeggen dat het management gelooft in de sterktes van het bedrijf, waardoor investeerders sneller geneigd zijn om mee te investeren in het verkopende bedrijf. Dit zien we in volgende quotes: "Als het management herinvesteed is dit zeer belangrijk, omdat dit een blijk van vertrouwen in de toekomst toont en dit geeft extra vertrouwen aan de koper." (Respondent 2), "Verder is het managementteam één van de belangrijkste componenten die bijna niet te kwantificeren zijn." (Respondent 4) en "Wanneer het gaat over PE, zien we dat het overnemen van een managementteam meestal een belangrijke meerwaarde generator is. Wanneer het management bepaalde skills heeft en mee investeert, geeft dit een blijk van vertrouwen in de toekomst." (Respondent 5). De vaardigheden van het menselijk kapitaal vormen een meerwaarde doordat de koper de kans heeft om zijn bestaande menselijk kapitaal uit te breiden met talentvolle nieuwe leden. Wanneer het management van de koper erin slaagt om al het menselijk kapitaal samen te doen werken na de transactie leidt dit makkelijk tot een meerwaarde.

Een vierde belangrijke factor is **de markt** waarin de bedrijven zich situeren. Opnieuw werden hiervoor de respondenten bevraagd tijdens de diepte-interviews. Wanneer de bedrijven in een markt zitten zonder toekomst, kan dit een waarde vernietigende factor zijn. Respondent 1 haalde hiervoor het volgende aan: "Dan hebben we op termijn ook de marktstructuur zelf, markten die in een red ocean zitten zoals op lange termijn vlees, diesel enzoverder, situeert de business zich niet in de topsegmenten." (Respondent 1). Een red ocean kan gedefinieerd worden als: "In the Red Ocean industry boundaries are defined and well accepted. This means the existing competition is

well known in the market space and the players in the market try to outperform their rivals to get greater share of the existing market demand” (Chandrakala et al., 2013). Bedrijven die zich in goede marktsegmenten situeren hebben een sterk groeipotentieel naar de toekomst toe en kunnen groeien door het uitvoeren van een M&A. Zie hiervoor de volgende quotes: “Een laatste factor, hoe ziet de markt er in het algemeen uit? Hier baseren we ons op de marktstudies. Zijn marktstudies positief over de industrie? Wat zijn de huidige trends in de markt? Zijn deze stimulerend of eerder afremmend? Is het een vrije markt? Wat zijn de legale restricties? Dit zijn allemaal factoren die we bekijken en mogelijk een meerwaarde kunnen bieden bij een potentiële overname en meespelen in de prijs.” (Respondent 2) en “Een volgend aspect is marktpositie. Wanneer je een bedrijf in de sector overneemt, genereer je meer marktaandeel en een nieuwe klantenafzet. Mogelijks verwerf je complementaire producten, ...” (Respondent 5). We stellen bijgevolg vast dat een goede kennis van de markt waarin een M&A zal plaatsvinden belangrijk is om een meerwaarde te genereren. Wanneer de markt beter aansluit bij de activiteiten die de koper reeds uitoefent, heeft hij automatisch kennis van de markt en de werking ervan.

Tot slot is het **overnemen van een concurrent** een factor die meerwaarde kan genereren. Meer specifiek kan de koper een extra deel van het marktaandeel verwerven waardoor er bijgevolg een sterkere onderhandelingspositie ingenomen kan worden bij bestaande klanten, nieuwe klanten en leveranciers. Dit wordt onderbouwd via onderstaande quotes afkomstig uit de diepte-interviews: “Concurrentie is ook een zeer belangrijk element. Hoe presteert het bedrijf ten opzichte van concurrenten? De positie in de markt, het groeipotentieel, ... zijn zeer belangrijk.” (Respondent 4) en “Het overnemen van concurrentie behoort tot een buy-and-build verhaal. Een transactie is bijna zelden defensief. In eerste lijn kijken we meestal sceptisch naar defensieve transacties omdat dit echt weinig voorkomt.” (Respondent 6). Alle stakeholders worden beïnvloed door een M&A. Het is aan de kopende onderneming om hier een meerwaarde uit te halen door zijn onderhandelingsposities met de klanten, als de leveranciers te versterken en bijgevolg zijn marktaandeel te vergroten. Respondent 7 haalde hierbij ook nog aan dat het een sterke strategische meerwaarde kan zijn door twee bedrijven te fuseren. Je kan namelijk de beste aspecten van twee bedrijven integreren in één sterke speler. “Een strategische meerwaarde haal je uit tal van factoren, maar bedrijf X en bedrijf Y, twee bedrijven in dezelfde branche die totaal anders werkten. Hebben van elkaar kunnen leren en zijn direct geïntegreerd via de best of both worlds.” (Respondent 7).

### 3.2. Het meten van een meerwaarde

Bij het meten van een meerwaarde ontstond onenigheid tussen de respondenten van de diepte-interviews. De respondenten gebruiken verschillende methodes om een meerwaarde uit te drukken. Hierbij werd een **mix van kwalitatieve en kwantitatieve factoren** gehanteerd met de nadruk op kwantitatieve factoren. Het meten van een meerwaarde is belangrijk om te kunnen analyseren in welke mate de vooropgestelde meerwaarde effectief behaald is of niet.

Wanneer het gaat over **kwantitatieve technieken** is de eerste factor die naar voren komt het gebruik van een **businessplan** om een inschatting van de toekomst te maken. In het

businessplan worden zowel financiële vooruitzichten geplaatst, alsook de toekomstige activiteiten en de structuur na de transactie. We zien voorbeelden van businessplannen in 3 van de 4 cases. Respondent 2 quoteerde dit als volgt: "Wat er wel vaak gebeurt is dat boven op het businessplan een extra luik wordt toegevoegd (beyond the businessplan): 'BP with acquisitions bijvoorbeeld' waar dan een extra omzetstroom wordt gegenereerd uit potentiële toekomstige M&A's." (Respondent 2).

In tweede instantie haalden de respondenten het gebruik van **goodwill** aan als een manier om een meerwaarde in te schatten. Concreet gaat men onderzoeken welke premie een potentiële koper wil betalen boven op de waarde van de verkopende onderneming. "De eerste maatstaf is goodwill. Hierbij kijken we naar wat de koper bereid is om extra te betalen boven op het eigen vermogen." (Respondent 4) en "Waar ik ook aan denk is het berekenen van de kostprijs van nieuwe technologieën na de transactie en dit vergelijken met de kosten van het zelf ontwikkelen van deze nieuwe technologieën. Dit kan je dan uitdrukken in een meer- of minderwaarde." (Respondent 5).

Tot slot benadrukte respondent 6 dat financiële dienstverleners gebruik maken van '**Internal Rates of Return**', '**Money Multiples**' en **rendementsanalyses** om meerwaardes te meten. Zie volgende quotes: "Het kwantificeren van meerwaardes gaan we in ons bedrijf altijd doen vanuit een rendementsanalyse voor de verschillende klassen van financierders, zei het banken, debt-providers of aandeelhouders." (Respondent 6) en "Gezien je op deze manier speelt met de financieringsstructuren kunnen het ook allerlei andere rendementen zijn die je uitdrukt in IRR of money multiples." (Respondent 6). Tot slot benadrukte deze respondent dat het erg belangrijk is om tijdens de communicatie naar de klant niet al te veel ratio's en financiële uitdrukkingen te gebruiken omdat dit erg verwarrend en moeilijk kan zijn. "Het is vooral belangrijk om het geheel niet te complex te willen maken, of mensen niet willen overspoelen met informatie, cijfers of ratio's." (Respondent 6).

### 3.3. Horizontale overnames

Horizontale overnames genereren volgens de respondenten van de diepte-interviews makkelijker een meerwaarde omwille van verschillende redenen. De eerste reden die aangehaald werd is **focus**. Hiermee wordt bedoeld dat een overname in een gelijke markt makkelijker verloopt wanneer het bedrijf sterk geconcentreerd is rond één bepaalde businessunit of activiteit. Wanneer men te veel focust op verschillende businessunits is het lastig om uit te blinken in alle activiteiten. Respondent 1 quoteerde het volgende: "Ik verkoop nu een bedrijf dat actief is in staalbouw, wegenonderhoud en voor een stuk de verhandeling van bouwmaterialen. Ik zie hier dat het niet evident is om een koper te vinden die in deze drie activiteiten geïnteresseerd is." (Respondent 1). Focus genereert bijgevolg concreet een meerwaarde omdat de M&A plaatsvindt in een gekende markt, alsook een activiteitenveld waar de koper vertrouwd mee is. Te veel verschillende activiteiten bemoeilijken de organisatie van de uiteenlopende activiteiten.

Een tweede reden die aangehaald wordt door de respondenten is dat bedrijven in dezelfde sector een **betere kennis** hebben van de werking **van de markt**. Een goed begrip van de markt versnelt het realiseren van synergetisch potentieel. Dit kan aangetoond worden aan de hand van de volgende quotes: "Gho, er is mij altijd aangeleerd dat strategische partijen in dezelfde sector meestal bereid zijn om een hogere prijs te betalen omdat ze makkelijker de synergiën kunnen realiseren. Bijvoorbeeld personeel moet niet omgeschoold worden, ze hebben de marktkennis, ze kennen het reilen en zeilen van dit type bedrijven, ..." (Respondent 2), "Deze mensen zitten in dezelfde business en kunnen de waarde drijvers in de markt direct inschatten. Ook de structurele aanpak kunnen ze direct inschatten en de reputatie kunnen ze nauwkeurig inschatten. Over het algemeen heeft het management meer voeling met de markt. (Respondent 4), "Overnames in dezelfde sectoren leiden wel tot een betere inschatting van risico's omdat men de sector beter kent en de gevaren van de sector beter kan inschatten. Je weet in dit geval beter welke richting de markt uitgaat. Je bent beter voorbereid dan bij een diversificatie." (Respondent 5) en "Je kan door uw ervaring en door uw ervaring in de markt een meerwaarde genereren." (Respondent 7). Net als bij het aspect over focus is kennis van de markt een factor die meerwaarde genereert door het vergemakkelijken van een integratie na de overname. Wanneer de koper reeds kennis heeft van de markt van de verkoper, dan heeft de koper reeds een indicatie hoe de activiteiten gerund moeten worden.

#### **3.4. Schaal-economieën en economieën van scope**

In een volgende instantie werden de 'economies of scale and scope' bevestigd om te kijken in welke mate deze een rol spelen als meerwaarde factoren. De data voor deze sectie is opnieuw afkomstig uit de diepte-interviews. In eerste instantie werd hier benadrukt dat economieën van schaal vooral gerealiseerd worden bij **grote bedrijven**. Het is hierbij echter wel belangrijk dat dit binnen de strategie van de onderneming past en dat een koper moet weten dat het succes van deze strategie afhangt van bedrijf tot bedrijf.

De eerste factor die men hier ziet is het **opvullen van productiecapaciteit**. Bijvoorbeeld wanneer de koper aan zijn maximale productiecapaciteit zit, kan hij fuseren met een kleinere speler die nog ruimte over heeft om op die manier meer goederen te kunnen produceren. Dit wordt onderbouwd aan de hand van volgende citaten: "Bijvoorbeeld drank bottelarijen hebben een grote incentive om de productiecapaciteit te optimaliseren." (Respondent 3), "Meerbepaald, wanneer het gaat over het opvullen van productiecapaciteit. Dit is echt een synergetisch potentieel.", (Respondent 4). "Wanneer een groot bedrijf effectief nood heeft aan extra productiecapaciteit, kunnen 'economies of scale' gerealiseerd worden door een overname." (Respondent 5) en "Als je morgen bijvoorbeeld in thermische boringen geen machines kan kopen omdat je twee jaar op voorhand moet bestellen en je kan een overname doen waarbij de machines in zitten, is dat een strategische overweging om een M&A te doen, ook omdat je dan vlugger met je licenties weg bent." (Respondent 7). Wanneer de koper erin in slaagt om na de transactie de kosten te reduceren, of de overtollige productiecapaciteit van de verkoper op te vullen, zal het bedrijf in zijn geheel een meerwaarde genereren. Dit door middel van een verhoogde afzet, of hogere marges door de lagere kosten.

#### 4. Factoren die een minderwaarde genereren

Als tweede element van het onderzoek naast de elementen die een meerwaarde genereren bij een M&A, werden ook de factoren onderzocht die mogelijk een minderwaarde genereren. Hierbij is het belangrijk om te noteren dat hierbij vooral de focus gelegd wordt op de diepte-interviews. De reden hiervoor is dat er geen cases bestudeerd werden waar een minderwaarde gerealiseerd werd, omdat deze cases in de realiteit relatief weinig voorkomen.

##### 4.1. Andere factoren die een minderwaarde genereren

Eerst werd er ingezoomd op factoren die niet voorkwamen in de verwerkte literatuur. Om deze argumenten naar voren te laten komen, werd gevraagd aan de respondenten welke factoren zij herkenden in de bedrijfs wereld. Gezien er bij dit onderdeel opnieuw een grote hoeveelheid aan factoren opdoken, werden de vier belangrijkste factoren opgesomd, namelijk: een te hoge prijs, human capital (onderschatten van het management), het onderschatten van de kosten en het onderschatten van marktkennis.

De eerste factor die naar voren kwam is het **te veel betalen** voor een bedrijf. Wanneer men te veel betaalt voor een bedrijf duurt het te lang voor men een meerwaarde of synergetisch potentieel kan realiseren omdat het te lang duurt om de investering te recupereren. Dit stellen we vast uit de volgende quotes uit de diepte-interviews: "De eerste en meest belangrijke factor die een minderwaarde kan genereren is het te veel betalen voor het uitvoeren van een transactie. Wanneer je meer betaalt dan een bedrijf werkelijk waard is, ga je absoluut een minderwaarde genereren." (Respondent 3) en "Tot slot is te veel betalen een vernietigende factor. Wanneer het management de deal te graag wil doen, wat ik vooral zie bij mensen die hun eerste bedrijf overnemen is het vaak lastig." (Respondent 5). Een te hoge prijs belemmert de integratie na de transactie door het feit dat men langer moet betalen om de transactie te bewerkstelligen.

Vervolgens zien we ook dat het belang van **human capital** hier een risico kan vormen. Meer bepaald **onderschat men de kracht van het management** en de invloed die het vertrek van het management heeft op de onderneming. De meeste managers denken dat ze vervangbaar zijn en dat andere mensen hun taken makkelijk kunnen overnemen, terwijl dit in de realiteit meestal niet het geval is. Dit kan aangetoond worden aan de hand van de volgende quotes uit de diepte-interviews: "Bijvoorbeeld wanneer je een bedrijf koopt en het eerste wat je moet doen is het management vervangen. Dit verhoogt het risico van de transactie en heeft een weerslag op de prijs. Dus de kwaliteitsindruk die het management geeft is zeer belangrijk." (Respondent 1), "Je kan een ondernemer hebben die heel gemotiveerd is en zich 24/7 inzet voor de onderneming door heel hard te werken, soms hoort hier ook een managementteam bij die dezelfde effort leveren. Wanneer deze onderneming dan plots overgenomen wordt en het management dus werknemers worden in het nieuwe bedrijf genereert dit een minderwaarde." (Respondent 3), "Iets wat ik zelf erg belangrijk vind, is dat de deal ook heel fel kan afhangen van de verkopende eigenaar. Men onderschat vaak hoe groot de rol van deze persoon in het bedrijf is." (Respondent 5) en "Je hebt talent nodig en zittend management wat je niet altijd op de markt kan vinden. (Respondent 7)."

De vaardigheden van het management zijn erg belangrijk om een meerwaarde te genereren, alsook het genereren van minderwaarde. Het overschatten van de vaardigheden kan zorgen tot het bemoeilijken van de meerwaarde realisatie na de transactie.

Een volgende factor die kan leiden tot het genereren van een minderwaarde is het **onderschatten van de kosten** die gepaard gaan met een M&A. Uit de diepte-interviews blijkt dat bedrijfsleiders de kosten van een M&A onderschatten omwille van verschillende redenen. Bedrijfsleiders onderschatten de kost van het hardwerkende management en de impact die dit heeft op de prestaties van het bedrijf. Verder onderschatten ze ook de kost van tijd. Het kost tijd om een bedrijf te stroomlijnen en goed te doen werken. "Als je bijvoorbeeld zware saneringen moet doorvoeren, kost dit het bedrijf enorm." (Respondent 1), "Een voorbeeld is de eigenaar die 24/7 met zijn zaak bezig is en ook in de weekenden werkt. De koper heeft in dit geval de werkelijke kost van zijn inzet onderschat door zelf een manager te plaatsen die slechts vijf werkdagen aanwezig is." (Respondent 5) en "Een ander voorbeeld zijn investeringen. Mensen stoppen dan met investeringen twee jaar voordat ze verkopen omdat ze dan een maximalisatie van hun EBITDA en winsten hebben, maar eigenlijk is dit fout. Uw bedrijf moet blijven voortdraaien zoals u het zou voeren wanneer u alleen zou zijn want de CAPEX wordt berekend door een koper, elke koper is even verstandig vandaag. De CAPEX die zij inschatten door geen machines te vervangen zien zij zelf namelijk ook." (Respondent 7). Het onderschatten van de kosten zorgt voor het verhogen van de prijs na de transactie. Concreet heeft mijn in de voorbereidende fase, als de dealfase een slechte calculatie gemaakt van de kostprijs. Hierdoor wordt er in eerste instantie te weinig betaald wat de integratie nadien bemoeilijkt omdat de koper extra kosten moet betalen. Anderzijds haalde respondent kort het overschatten van kosten aan.

Tot slot onderschatten ondernemers het **belang van marktkennis** en de operationele activiteiten. Bij het bewerkstelligen van een potentiële transactie, moet er onderzoek gevoerd worden naar alle aspecten van het bedrijf. Hierbij is het belangrijk om de financiële activiteiten te analyseren, de operationele werking, de structuur, maar ook de markt aan zich. Bedrijfsleiders die onvoldoende kennis hebben over het bedrijf dat ze kopen genereren makkelijker een minderwaarde. Onvoldoende kennis leidt tot het te veel betalen voor een onderneming. Dit kan gestaafd worden aan de hand van de volgende quotes uit de diepte-interviews: "Bijvoorbeeld wanneer de koper te weinig research doet en hierbij niet goed genoeg beseft hoe de markt aan het evolueren is en niet beseft hoeveel beter de competitors zijn. De klant gaat te veel betalen voor wat iets het niet waard is en dit zal achteraf dan ook absoluut zo blijken." (Respondent 2) en "Namelijk wanneer er onvoldoende zicht is op het operationeel verloop van de onderneming, leidt een overname tot een minderwaarde." (Respondent 5). Het gebrek aan marktkennis bemoeilijkt de integratie na de transactie, omdat het moeilijker wordt om een competitief voordeel te halen uit de transactie wanneer men te weinig begrip heeft. Concreet leidt dit mogelijks tot een foutieve waardering of een foute prijs die hoger of lager ligt dan wat de markt zou betalen.

#### 4.2. Het meten van een minderwaarde

De technieken voor het formuleren van een minderwaarde werden benaderd vanuit de diepte-interviews. Gezien het onderzoek focust op de factoren die een meerwaarde genereren, werd het meten van een minderwaarde niet uitvoerig besproken tijdens de interviews. Uit de interviews wordt vastgesteld dat er zowel **kwalitatieve als kwantitatieve technieken** gebruikt werden om tot een vaststelling van een minderwaarde te komen. Er werd echter één valabel antwoord geformuleerd door respondent 1, namelijk: "De manier om waarde te berekenen is in de meeste cases op basis van een EBITDA multiple. Je maakt twee punten en je vergelijkt deze. Is het meer- of minder waard geworden? Maar op zich meer- of minderwaarde is afhankelijk van het vergelijkingspunt." (Respondent 1). We stellen volgens respondent 1 dat het meten van een meerwaarde een minderwaarde via **dezelfde technieken** gebeuren.

#### 4.3. Grootte van het bedrijf

De grootte van het bedrijf speelt een rol in het kiezen voor een M&A door de mate van complexiteit. Hoe groter het bedrijf, hoe moeilijker het is om de combinatie te doen werken. Dit kan verschillende redenen hebben zoals het verschil in cultuur, het feit dat grotere bedrijven vaak verspreid zijn over verschillende landen en vooral de duurtijd van de realisatie van een meerwaarde die aanzienlijk hoger ligt. We kunnen bijgevolg concluderen dat te grote bedrijven makkelijker minderwaarde genereren dan kleinere transacties. Volgende quotes uit de diepte-interviews ondersteunen deze bevindingen: "Hoe groter het bedrijf hoe complexer de transactie dus hoe moeilijker het wordt om een meerwaarde te realiseren. Het kost ook meestal meer tijd om een overname uit te voeren en om achteraf alles goed te implementeren." (Respondent 2), "Maar wanneer je dan van 50 miljoen naar 100 miljoen gaat, dan zie je dat er toch geïnvesteerd moet worden in extra processen, werknemers, IT-systemen, .... De grootte kan dus effectief een grote impact hebben op de rentabiliteit." (Respondent 3) en "Zeker en vast. Hoe groter de combinatie, hoe langer het duurt voor de synergiën tot uiting komen." (Respondent 6). De minderwaarde wordt hierbij gerealiseerd vóór, als ná de M&A. Vóór de M&A, doordat de grootte van het bedrijf een accurate inschatting bemoeilijkt omdat er met meerdere parameters gewerkt wordt. Ná de overname is het ook moeilijker om alle departementen en mensen van het human capital overeen te stemmen.

Respondent 7 weerlegde dit en haalde aan dat grootte belangrijk is om waarde te creëren. Zie hiervoor de volgende quote: "Size is zeer belangrijk, ook naar waarde. Je ziet dat mensen met waarde creatie bezig zijn, alsook met size. Waar men vroeger werkte rond de kerktoeren bij wijze van spreken, wil men nu nationaal of internationaal gaan werken en we zien dus dat het noodzakelijk is om een buy & build na te streven." (Respondent 7).

#### 4.4. Landsgrenzen

Landsgrenzen kunnen op verschillende manieren een barrière, maar ook kansen vormen bij een M&A. De reden hiervoor is dat landsgrenzen een extra complexiteit vormen voor het realiseren van een goede deal. De reden dat mensen kiezen voor een M&A die binnen hetzelfde landsgebied ligt is dat dit de dealzekerheid verhoogt. De ondernemer **kent de binnenlandse markt** waardoor hij



makkelijker synergiën kan realiseren. De bedrijfsleider kan ook **zelf** makkelijker het bedrijf **managen** wanneer de afstand niet te groot is. In dit geval kan hij bij een probleem makkelijker ingrijpen. Opnieuw baseerden we ons op de kwalitatieve data uit de diepte-interviews. Respondent 1 en 3 haalden het volgende aan: "Als wij moeten kiezen tussen een bod van 100k van een chinees of iemand uit West-Vlaanderen, dan verkiezen we altijd de Vlaming. De reden is dat we deze mensen makkelijker kunnen bereiken en lezen, wat de dealzekerheid absoluut verhoogt. Dealzekerheid is enorm belangrijk in ons beroep, samen met nabijheid en het cultureel vatten van personen speelt hierin een rol." (Respondent 1) en "Ik denk ook dat praktisch gezien best een onderneming gemanaged kan worden wanneer je er zelf aanwezig kan zijn." (Respondent 3). We stellen bijgevolg dat het kiezen voor een M&A binnen de landsgrenzen makkelijker tot een meerwaarde zal leiden dan M&A's over landsgrenzen heen.

We zien vervolgens dat **cultuurverschillen** een belangrijke rol spelen bij de invloed van landsgrenzen op een M&A. Cultuurverschillen kunnen leiden tot een clash tussen het human capital. De reden hiervoor is een taalbarrière die lastig te overbruggen is, alsook het hebben van verschillende gewoontes. Cultuurverschillen leiden bijgevolg al snel tot interne conflicten en bijgevolg tot het realiseren van een minderwaarde. We stellen dit vast aan de hand van de volgende quotes afkomstig uit de diepte-interviews: "Ik denk eerst en vooral dat een cultureel verschil een groot probleem kan vormen bij een transactie over verschillende landsgrenzen." (Respondent 3), "Landsgrenzen zijn vaak een probleem wanneer het aankomt op cultuurverschillen. Bijvoorbeeld in België zelf, kan dit ook al lastig zijn door de grens tussen Vlaanderen en Wallonië." (Respondent 5), "We zien wel dat het uitvoeren van een cultural shift veel moeilijker is bij grotere bedrijven over de landsgrenzen heen. Het is een beetje hetzelfde als de fusie van dit bedrijf in het verleden. De onderliggende bedrijven hadden een totaal verschillend DNA, maar door goed te luisteren naar elkaar zijn we uiteindelijk tot een zeer succesvolle samenwerking gekomen." (Respondent 6) en "Als we naar Frankrijk of Duitsland trekken zien we toch ander culturen en culturen zijn belangrijk. Duitsland, Frankrijk, België of Nederland hebben allemaal totaal verschillende culturen. Dat speelt hier absoluut een rol." (Respondent 7). Cultuurverschillen vormen vooral een risico op een minderwaarde na de transactie, wanneer het human capital van de koper zal samenwerken met het human capital van de verkoper.

Tot slot speelt het lokale **taxatieregime** een rol bij het opzetten van een bedrijfscombinatie over de landsgrenzen heen. In eerste instantie is dit omdat er verschillende belastingregimes zijn binnen de grenzen van ieder land. Wanneer landsgrenzen overgestoken worden, moet men rekening houden dat de transacties gebeuren in overeenstemming met de regels van het land in kwestie. Dit wordt onderbouwd aan de hand van volgende citaten uit de diepte-interviews: "Ik denk dat dit voornamelijk legal stuff is. Vaak regulering binnen een industrie. In België kan de regulering vaak anders zijn dan in buitenland." (Respondent 2), "Ik denk dat taxatie ook een belangrijke rol kan spelen omdat fiscaliteit in elk land toch verschillend is." (Respondent 3), "Ik denk dat taxatie vroeger ook zeer fel meespeelde, in het huidige klimaat is dit minder voorkomend." (Respondent 5) en "Maar daar komt fiscaliteit weer tussenfietsen, welke zeer belangrijk is te beslissen wanneer je een merge doet, namelijk waar je de holding gaat installeren.

In België of in Nederland? Hoe zit de fiscaliteit naar privépersonen toe? Dus de structuur is hier zeer belangrijk.” (Respondent 7). De belemmeringen van het lokale taxatieregime vormen minder een barrière door het verstrengen van internationale regelgeving omtrent dit onderwerp.

#### 4.5. Menselijke fouten

Menselijke fouten komen frequent voor bij M&A's. Het is echter belangrijk om een onderscheid te maken tussen **intentie of toevalligheid**. Gezien het lastig is om te achterhalen of fouten intentioneel zijn of niet, wordt er in de resultaten vanuit gegaan dat fouten gebaseerd zijn op toeval. De eerste en meest voorkomende fout die zich voordoet, is het te weinig rekening houden met de bevindingen van de due diligence. Hierbij schat de verkoper de situatie positiever in dan de realiteit. De volgende quotes uit de diepte-interviews ondersteunen deze vaststelling: “Verder kunnen er in de due diligence fase zaken over het hoofd gezien worden. Zaken die fout geanalyseerd werden. Het verbloemen van zaken door het management en dus bepaalde zaken niet zeggen of foute inschattingen maken.” (Respondent 4) en “Te weinig rekening houden met de bevindingen van de due diligence is ook meestal een probleem. Als er echt staat van dit is een risico en je schakelt dit bewust uit, dan is er dus een menselijke fout” (Respondent 5). Gezien menselijke fouten niet onoverkomelijk zijn voor het genereren van een minderwaarde, is het belangrijk om deze te minimaliseren tijdens het uitvoeren van een M&A.

Een tweede frequente vorm van menselijke fouten is het **onderschatten van** het belang van **communicatie**. In de diepte-interviews manifesteerde dit zich in twee vormen, namelijk wanneer de koper en de verkoper rond de tafel zitten en naast elkaar praten. Ze luisteren onvoldoende naar elkaars voorstellen, waardoor er misinterpretaties ontstaan en bijgevolg transacties mogelijks fout lopen. Een tweede manier is dat de boodschap van een M&A-transactie slecht gecommuniceerd werd naar de werknemers waardoor de integratie moeilijk verloopt omwille van leegloop of weerstand van het personeel. Respondent 5 en 6 haalden hierbij de volgende quotes aan: “Een menselijke fout die ik wel veel zie is menselijke communicatie. Er treden vooral misinterpretaties op van waarderingen en andere zaken.” (Respondent 5), “In een tweede stap moet het management de boodschap op een gestructureerde manier overbrengen naar de mensen lager in de organisatie.” (Respondent 6) en “Niemand mag het weten maar eigenlijk is het belangrijk dat uw mensen, zeker uw key mensen op de hoogte zijn van de stappen die je gaat nemen, anders ga je deze mensen voor een voldongen feit stellen. Dus ik denk dat hier nog wel werk aan de winkel is. Openheid, de familiale sfeer doorbreken, zien dat je op één lijn staat met uw partners, uw familie of uw personeel en dat je allemaal de neuzen in dezelfde richting kan zetten.” (Respondent 7). Kortom moet men rekening houden dat er ruis kan zijn op de communicatie tijdens het uitvoeren van een M&A. Om een minderwaarde te vermijden is het bijgevolg belangrijk dat alle partijen goed naar elkaar luisteren.

Respondent 3 en 7 haalden kort **het belang van de M&A-adviseur** aan die een bemiddelende rol speelt tijdens de transactie. Een menselijke fout die zich hierbij voordoet, is het onderschatten van de ondersteunende rol bij de onderhandelingen en het opstellen van een waardering. “Ik zou iedereen aanraden om met ons bedrijf samen te werken om menselijke fouten proberen te

voorkomen. Ik bedoel hier vooral mee dat mensen die solo-slim te werk gaan zonder M&A-adviseurs makkelijk op problemen botsen die nefast kunnen zijn voor de transactie. Bijvoorbeeld contracten onderhandelen is in deze situatie vaak lastiger omdat leken over het algemeen minder kennis hebben van dit type contracten. Het bepalen van een waardering is moeilijker wanneer er niemand is om je te controleren." (Respondent 3). Respondent 7 haalde het volgende aan: "een ondernemer wil van zijn accountant of specialisten zoals wij accurate informatie. Eigenlijk moet je deze mensen bij de hand nemen en hen begeleiden." (Respondent 7). Om de kans op een minderwaarde te verkleinen is het bijgevolg belangrijk voor de verkoper om een onderzoek te voeren naar verschillende M&A-adviseurs om de beste adviseur uit te kiezen.

#### 4.6. Informatie asymmetrie

Rond informatie asymmetrie ontstond er een conflicterende kijk bij de experten in de diepte-interviews. In eerste instantie stelden respondenten 1, 2 en 3 dat deze problematiek zich **niet voordoet** door de aanwezigheid van een **dataroom** tussen de koper en de verkoper. In de dataroom staat alle informatie van het verkopende manier die de koper mag inzien na het ondertekenen van een exclusiviteitsovereenkomst, beter bekend als de LOI (Letter of Intent). De verkoper mag deze data op vrijblijvende basis consulteren en analyseren door experts. "Wij proberen vooral zo transparant en duidelijk mogelijk te zijn. Pokeren werkt niet in onze branche." (Respondent 1), "De verkoper tracht op eerlijke wijze alle informatie te verschaffen die nodig is, maar de koper mag en kan alles opvragen en voert zijn eigen due diligence uit naar eigen wensen. Dit leidt ertoe dat er quasi geen informatie asymmetrie is door alle Q&A sessie en het ter beschikking stellen van een dataroom." (Respondent 2) en "Nu ik denk dat informatie-asymmetrie bijna niet voorkomt, want als je je huiswerk goed maakt, kan je bijna niet voor verrassingen staan." (Respondent 3). De koper draagt zelf een deel van de verantwoordelijkheid op het realiseren van een minderwaarde tijdens de due diligence fase. Het is dus aan de koper om een grondig onderzoek te doen.

Respondent 4, 5 en 6 hadden hier een andere kijk op en stelden vast **dat informatie asymmetrie wel een belangrijke rol speelt**. Ze haalden opnieuw het argument van **communicatie** aan. Wanneer er geen open communicatie is tussen partijen, bijvoorbeeld wanneer er intentioneel informatie achter gehouden wordt, is het éénvoudiger om een minderwaarde te genereren. Dit wordt gestaafd aan de hand van de volgende quotes: "Een adviseur kan soms als filter optreden en bepaalde informatie uitspelen tegen een potentiële koper. De partij die alle info heeft, heeft meestal de macht" (Respondent 4), "De eigenaar had hierbij niet goed gecommuniceerd naar de koper dat deze kost mee in de transactie zat." (Respondent 5) en "100% is dit een groot probleem. Communicatie is de sleutel in het uitwerken van een M&A. Wat doen wij als mensen onder elkaar? Communiceren. Dit is waar het vaak fout loopt, dat mensen naast elkaar praten. Altijd één van de cruciale dingen is dat mensen elkaar graag moeten zien voor ze met elkaar gaan werken." (Respondent 6). Het is bijgevolg belangrijk om vast te stellen dat informatie asymmetrie nog steeds kan optreden als factor die een minderwaarde realiseert door een gebrek aan communicatie.

## 5. De invloed van waardering

Het laatste onderdeel van de resultaten gaat dieper in op de waardering van de onderneming. De waardering wordt opgesteld door de M&A-adviseur en beoogt een waarde te plakken op de onderneming in zijn geheel. In de realiteit wordt de waardering gebruikt om een prijs-indicatie te geven die de koper begeleidt bij het uitbrengen van een bod. De waardering heeft bijgevolg invloed op het creëren van de meerwaarde van een M&A. Gezien de prijs die de verkoper betaald kan leiden tot een minderwaarde (zie 4.1. andere factoren die een minderwaarde genereren). Opnieuw werd hier een mix tussen gehanteerd tussen de cases en de bevindingen van experts via diepte-interviews.

### 5.1. Waarderingstechnieken

Het eerste onderdeel gaat dieper in op de waarderingstechnieken. Waarderingstechnieken zijn volgens de experts afhankelijk van de verschillende situatie waarin bedrijven zich bevinden. De meest gebruikte methodes zijn **EBITDA-multiples, DCF-analyses en het gebruik van geherwaardeerd eigen vermogen**. In drie van de vier cases stellen we vast dat er gewerkt wordt met EBITDA-multiples.

Gemiddelde genormaliseerde EBITDA	586k EUR	
Vaste ondernemingswaarde	2.933k EUR	Multiple 5,0x EBITDA
Netto Cash Positie	-205k EUR	Positie per 31/12/2021
Vaste aandelenwaarde	2.728k EUR	

(Figuur 6: EBITDA-multiple Case A)

Genormaliseerde EBITDA	794k EUR	
Vaste ondernemingswaarde	3.970k EUR	Multiple 5,0x EBITDA
Netto Cash Positie	-88k EUR	Positie per 31/12/2022
Vaste aandelenwaarde	3.882k EUR	

(Figuur 7: EBITDA-multiple Case B)

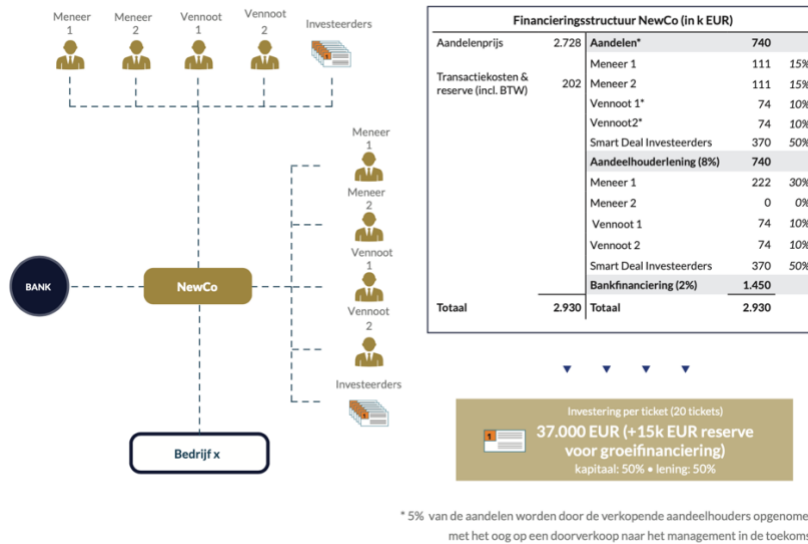
Genormaliseerde EBITDA	745k EUR	
Vaste ondernemingswaarde	3.828k EUR	Multiple 5,1x EBITDA
Netto Cash Positie	-457k EUR	Positie per 31/09/2021
Vaste aandelenwaarde	3.371k EUR	

(Figuur 8: EBITDA-multiple Case C)

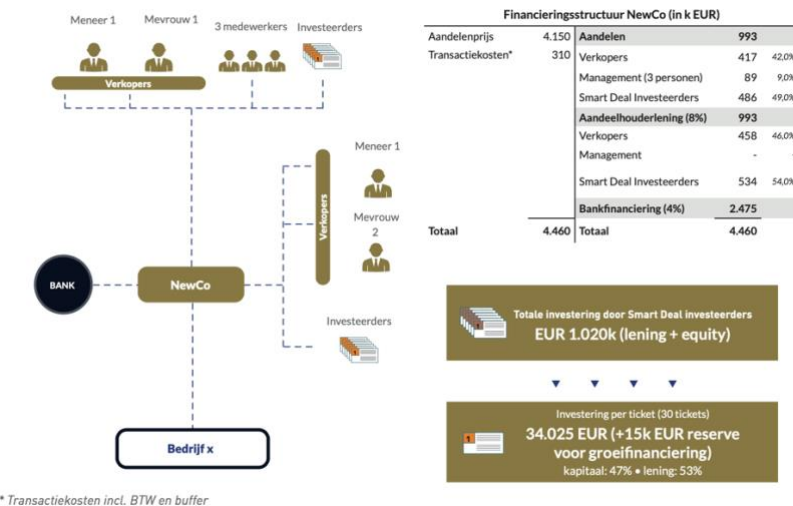
De experts haalden de volgende quotes aan: "De meest gebruikte techniek binnen ons bedrijf en de sector zijn EBITDA-multiples. Wanneer we een zonnepanelen project verkopen, zullen we gebruik maken van de discounted cashflow methode vanwege de stabiele inkomstenstroom. Voor een minder rendabel bedrijf of CAPEX- intensieve bedrijven doen we ook een waardering op basis van eigen vermogen. Maar laat ons zeggen dat we 8/10 keer een EBITDA-multiple gaan gebruiken." (Respondent 1), "Wij gebruiken vooral ook multiples. We gaan verder dan EBITDA-multiples en kijken ook naar EBIT-multiples." (Respondent 3) en "DCF, geherwaardeerd eigen vermogen, EBITDA-multiples, maar ook variaties van andere multiples." (Respondent 5). Opnieuw benadrukt dit het belang van kwantitatieve technieken bij het analyseren van een M&A.

## 5.2. Kapitaalstructuur

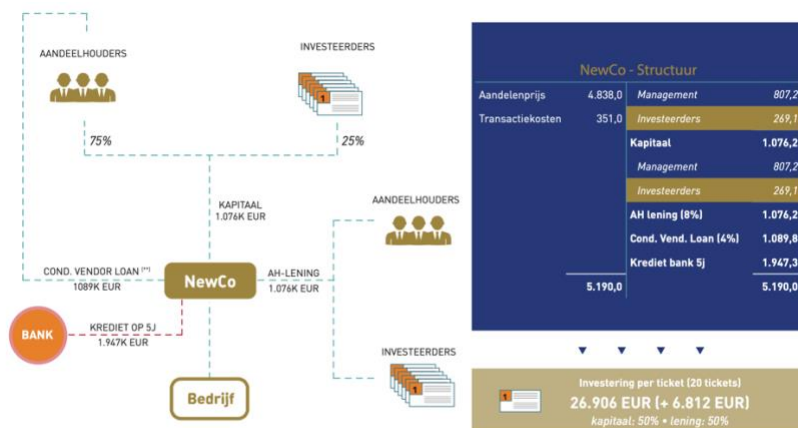
Vervolgens werd er gekeken naar de veranderingen in de kapitaalstructuur. In de verschillende cases zien we dat er telkens een drastische verandering in de kapitaalstructuur is door een **aangroei van schuld**. In eerste instantie wordt er telkens schuldfinanciering toegevoegd aan de kapitaalstructuur in samenspraak met een instap van investeerders. In alle vier de cases zien we bijgevolg een verandering van de kapitaalstructuur.



(Figuur 9: Kapitaalstructuur Case A)

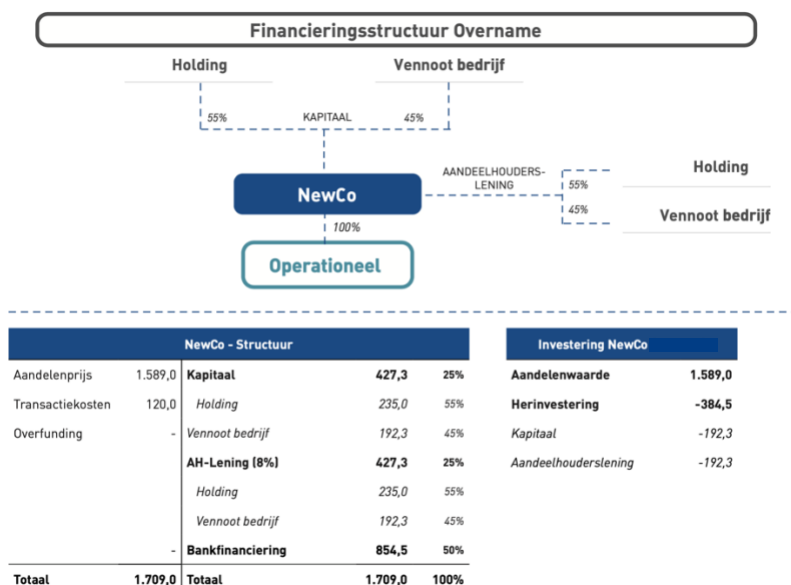


(Figuur 10: Kapitaalstructuur Case B)



(\*\*) De conditionele vendor loan wordt uitbetaald - bij realisatie van de vooropgestelde EBITDA over 2022-2023 - via kapitaalsverhoging en bankfinanciering (in dezelfde verhoudingen)

(Figuur 11: Kapitaalstructuur Case C)



(Figuur 12: Kapitaalstructuur Case D)

Deze bevindingen worden ondersteund door respondenten 1 en 2: "Het is heel simpel, wat je normaal berekent, is de multiple op EBITDA, in dit geval 3 mil à 3,5 mil. Je neemt multiple 5 waardoor de bedrijfswaarde 16,75mil bedraagt. Dit is schuld- en cashvrij. Dan begint de kapitaalstructuur een rol te spelen door de schulden die het bedrijf heeft. Deze worden afgetrokken van de bedrijfswaarde samen met de schulden van de eigenaars, de te betalen belastingen, ... Als je nadien nog een teveel aan cash hebt, komt deze er terug bij. Verkoop je de gebouwen mee, dan komt de waarde er terug bij, maar dan moet je een belasting latentie betalen. Je gaat van ondernemingswaarde naar de waarde van de aandelen. Dit is wat de aandeelhouder ontvangt dus dat is de invloed van de kapitaalstructuur." (Respondent 1) en "Waar ik vooral aan moest denken is de WACC. Indien er geen schuld op jouw bedrijf zit zal jouw WACC veel hoger liggen en dus een lagere EV bekomen. De Cost of debt is altijd kleiner de cost of equity dus indien er veel schuld op een bedrijf zit wordt de WACC lager. Er is natuurlijk een punt waarop te veel debt dan weer negatief wordt. Hoe hoger je debt, hoe hoger de cost of debt zal worden want

banken zullen niet aanvaarden dat je als bedrijf schulden blijft opnemen om je WACC te verlagen.” (Respondent 2). Veranderingen in de kapitaalstructuur zorgen in de meeste gevallen voor een hoger rendement. Er mag niet te veel schuld aanwezig zijn zodat het kopende bedrijf na de transactie niet in moeilijkheden kan komen.

### 5.3. Gevaren van een foutieve waardering

Tot slot werd er nog ingegaan op de gevaren met betrekking tot een M&A. Gezien hier echter een groot aantal gevaren aangehaald werden, wordt er gefocust op de drie belangrijkste gevaren, namelijk: het gebrek aan interesse van de verkopende bedrijfsleider, onbegrip van het management en ‘current trading’. Voor dit laatste onderdeel werd er gebruik gemaakt van de diepte-interviews om deze factoren te analyseren.

In eerste instantie het feit dat de verkopende **bedrijfsleider niet meer geïnteresseerd** is in het verderzetten van de ondernemingsgroei. Hierdoor genereert het bedrijf een minderwaarde post-transactie. Volgende quotes ondersteunen dit: “Als je verder gaat vóór- en ná de verkoop, zijn de risico’s relatief beperkt, tenzij de verkopende eigenaar nog manager is, te veel geld op zijn bankrekening heeft staan en eigenlijk niet meer gemotiveerd is om nog veel in het bedrijf te doen..” (Respondent 1), “Uzelf rijk rekenen, ...” (Respondent 5) en “Een grote minderwaarde is dat mensen hun bedrijf (kind) niet kunnen afgeven en daardoor de afhankelijkheid van zichzelf dermate belangrijk vinden dat mensen voorzichtig gaan inschatten of minder op een bedrijf gaan bieden uit angst dat er problemen ontstaan wanneer de huidige bedrijfsleider vertrekt.” (Respondent 7).

Een tweede fout die gemaakt wordt, is het **onbegrip van het management**. Wanneer het management van de koper, of de verkoper onvoldoende begrip heeft van de transactie, is de kans groot dat er op een gegeven moment tijdens of na de transactie een minderwaarde gegenereerd wordt. Een voorbeeld hiervan is dat één van beide partijen te optimistisch is en er bijgevolg een te hoge prijs aangerekend of betaald wordt. Zie hiervoor onderstaande quotes: “Te optimistisch zijn over de toekomst. Vaak gaat dit gepaard met zaken die buiten onze handen liggen. Onlangs dienden we een waardering te maken van een windmolenpark. Hierin was het zeer moeilijk om in te schatten hoe de groene stroomcertificaten en dus subsidies zouden evolueren in de toekomst alsook de elektriciteitsprijs. Deze overschatten kan ervoor zorgen dat de verkoper een veel te hoge prijs in gedachten krijgt.” (Respondent 2), “De toekomstige groei overschatten en bijkomend de investeringen in de toekomstige groei onderschatten.” (Respondent 3), “Vaak zijn er foutieve inschattingen van het management die gecorrigeerd moeten worden en uitgedrukt worden in termen van cijfers.” (Respondent 4) en “Er zijn effectief twee belangrijke zaken, namelijk begin al maar eens met de cijfers echt goed te begrijpen, no short cuts, probeer het echt goed te begrijpen. Een tweede aspect is technische kennis.” (Respondent 6). Bijgevolg zal onbegrip van het management makkelijker leiden tot een minderwaarde van de transactie.

Een laatste gevaar dat respondent 4 aanhaalde is het achteruit gaan van de huidige bedrijfsvoering of de ‘**current trading**’. Wanneer een bedrijf tijdens de transactie achteruit begint

te gaan, is het belangrijk te onderzoeken waaraan dit ligt. Het kan bijgevolg nuttig zijn om de transactie stop te zetten. Zie hiervoor de volgende quote vanuit de diepte-interviews: "Ook de 'current trading' is zeer gevaarlijk. We nemen bepaalde cijfers actueel op, maar deze kunnen natuurlijk binnen een aantal maanden drastisch veranderen. Dus dit is belangrijk om assumpties over te maken en mee te nemen in de waardering." (Respondent 4). We zien bijgevolg dat een achteruitgang van de 'current trading' een oorzaak kan zijn voor het realiseren van een minderwaarde bij de koper.





## Discussie

In dit onderdeel van het onderzoek worden de vaststellingen uit de resultaten vergeleken met de bevindingen uit de wetenschappelijke literatuur. Concreet gaan we onderzoeken of de bevindingen van de resultaten overeenstemmen met de wetenschappelijk literatuur en bijgevolg de besproken factoren bevestigen of ondermijnen. Het tweede deel van discussie gaat dieper in op de beperkingen van het onderzoek in samenspraak met aanbevelingen voor toekomstig onderzoek.

### 1. Bevindingen

De bevindingen van dit onderzoek gaan op zoek naar een match tussen de wetenschappelijke literatuur enerzijds en de casestudies en diepte-interviews anderzijds. Hierbij wordt de chronologische volgorde van de literatuur als de resultaten gerespecteerd om het overzicht te behouden.

#### 1.1. Motieven voor een M&A

Ten eerste zien we dat er andere motieven opduiken voor M&A's die slechts beperkt onderzocht werden in de wetenschappelijke literatuur. Het belangrijkste motief dat we ontdekten uit de data is opvolging. Volgens experts is een M&A een manier om de opvolging te garanderen. Doordat de bedrijfsleiding van de verkoper uit de onderneming stapt om nieuwe opvolging te installeren, wordt het geld van de leiding eruit gehaald wat overeenkomt met het motief van de cash-out volgens Talpová et al. (2019). Concreet zal de ondernemer, als het management van de verkoper de geldsom die de koper betaald ontvangen mits afhouding van transactiekosten. Na deze eerste transactie zullen ze opnieuw investeren in het kapitaal van de nieuwe onderneming (Case A, B, C en D).

Ten tweede zien we dat externe groei het belangrijkste motief is om te kiezen voor een M&A (Renneboog et al. 2019). Dit wordt bevestigd door de drie van de vier bestudeerde cases, alsook in alle diepte-interviews. Talpová et al. (2019) stelde dat zowel anorganische als organische groei mogelijk zijn, maar dat anorganische groei het snelst meerwaarde kan creëren. Dit wordt bevestigd in de diepte-interviews.

Het derde motief zijn synergiën die gerealiseerd kunnen worden bij een overname (Derwinkel-Kalk et al., 2016). Dit wordt bevestigd door de respondenten. Het is hierbij wel mogelijk dat bedrijfsleiders synergiën zien die M&A-adviseurs niet zien. Een mogelijke reden die aangehaald werd door Renneboog et al. (2019) en Tanna et al. (2020), is het feit dat het management foute inschattingen maakt omwille van overmoed. Het werd bevestigd door de respondenten dat dit mogelijk een risico kan zijn. De twee meest voorkomende synergiën zijn volgens de respondenten het opvullen van onbenutte productiecapaciteit en het implementeren van kostenbesparingen. Het onderzoek van Erel et al. (2012), bevestigd deze bevindingen.

Het vierde motief zijn volgens Djankov et al. (2002), herstructureringsmogelijkheden. Volgens Schweiger et al. (1992) is dit een grote bron van waarde creatie en kunnen goede

herstructureringen leiden tot grote successen en zelfs tot optimale synergiën volgens Howell (1970). Het is in dit onderzoek niet mogelijk om deze bevindingen te bevestigen gezien de respondenten in de diepte-interviews stelden dat herstructureren niet tot de core van hun activiteiten behoort. We vinden bijgevolg geen bewijs om de theorieën rond herstructureringen als meerwaarde factor te bevestigen.

Het laatste motief is de verandering in kapitaalstructuur (Valaskova et al., 2019). Zoals in de resultaten aangehaald werd is dit een gevolg van de transactie, maar ook een actief motief. Investeerders gebruiken dit namelijk om rendement te creëren via leverage, gedefinieerd als een toename in de financiële schuld om de rendementen op het geïnvesteerde kapitaal te verhogen (Berent. 2011). Respondent 1, 6 en 7, alsook de cases bevestigen dat de kapitaalstructuur drastisch verandert na het uitvoeren van een M&A. De reden hiervoor bevindt zich in een toename van de schuld van de onderneming en het gebruik van leverage. Het onderzoek van Dierkes et al. (2017) en Balcerzak et al. (2018) benadrukten het belang van leverage en de wijzigingen in de kapitaalstructuur. Bijgevolg kunnen we vaststellen dat dit een leidend motief is voor een M&A.

## **1.2. Fases van een M&A**

Ten eerste kunnen we stellen dat de bevinding van Talpová et al. (2019), slechts gedeeltelijk bevestigd wordt in dit onderzoek. Talpová et al, (2019) stelt dat er drie overkoepelende fasen zijn (Vorbereidingsfase, dealfase en post merger integratie) en dat deze fasen opgedeeld kunnen worden in subfasen. De subfasen die Talpová et al, (2019) voorop stelt komen niet volledig overeen met de fasen die de respondenten aanhalen. Bijvoorbeeld 'acquisition through negotiation' is volgens de M&A-adviseurs uitgesplitst in de verschillende subfasen van de dealfase.

De bevroegde respondenten in deze studie waren het in zekere zin eens over de verschillende fasen, maar weken licht van elkaar af. De afwijkingen zijn te vinden in kleine verschillen in de volgorde van de subfasen. We zien hierbij ook dat de bevinding van (Koi-Akrofi, 2016) kloppen en dat er inderdaad drie fasen zijn bij een M&A. Maar de respondenten stelden dat er meerdere subfasen zijn binnen de overkoepelende fases zoals beschreven door (Koi-Akrofi, 2016). Voor een overzicht van de subfasen verwijzen we naar sectie 2 van de resultaten.

Ten tweede zien we dat de M&A-adviseurs vooral optreden in de dealfase, wat contradictief is met de stelling van Sarrazin et al. (2011), namelijk dat M&A-adviseurs reeds optreden in de voorbereidende fase. Respondent 2 bevestigde echter dat de subfasen waarin de M&A-adviseur een rol speelt, zich situeren in de dealfase.

Als derde punt zien we dat de dealfase volgens Sarrazin et al. (2011) en Koi-Akrofi (2016) vooral bestaat uit het voeren van een due diligence, het onderhandelen over een prijs en het maken van afspraken over de deal. Andriousoopoulos et al. (2016) ging hier verder op in door in te gaan op de betalingswijze en de praktische organisatie van de M&A. Meer specifiek wordt er gesteld dat men in de due diligence fase moet onderzoeken of de vooropgestelde prijs correct is. Maar respondent 2 stelde dat dit niet enkel in de due diligence fase gebeurt, maar verspreid over de verschillende

fasen die geïdentificeerd kunnen worden: pitch, engagement letter, marketingplan, process letter & NBO, due diligence, BO & LOI en signing & closing. Het gaat hierbij om een aanvulling van de literatuur.

Ten vierde kijken we naar de laatste fase ook wel bekend als de post-merger integratie fase volgens respondent 6. Hierbij gebeurt de effectieve integratie. Volgens Renneboog et al. (2019) en Kotter (1978) is dit de fase waarin men een meerwaarde dient te creëren. Gezien de M&A-adviseurs geen ervaring hebben met deze fase, kunnen we hier in dit onderzoek geen uitspraken over doen. Hierdoor verwijzen we naar de onderzoeken van Renneboog et al. (2019) en Kotter (1978).

Tot slot is het niet onbelangrijk om even in te zoomen op de contracting. Contracting loopt doorheen de verschillende subfasen van de dealfase en wordt niet gezien als een aparte fase. Zo zien we bijvoorbeeld volgens respondent 2 dat er een NDA ondertekend moet worden in de marketingfase, dat er een 'Sales Purchase Agreement' ondertekend moet worden bij de signing, .... De contracting is volgens respondenten 1 en 4 belangrijk omdat dit de basis vormt voor het vastleggen van een goede M&A-transactie. Alle betrokken partijen dienen alle afspraken vast te leggen in verschillende contracten en geschriften zodat er niet te veel afgeweken kan worden van de overeenkomsten die gemaakt zijn.

### **1.3. Factoren die een meerwaarde genereren**

Ten eerste werd er gekeken naar de factoren die niet besproken werden in de verwerkte wetenschappelijke literatuur. Hieruit bleek in drie van de vier cases dat stabiliteit van de cijfers een belangrijk element is. Stabiliteit zorgt voor een hogere waardering, alsook het veréenvoudigen van een overname zie (Figuur 5: stabilisatieoefening Case A) als voorbeeld.

Een tweede factor die naar boven kwam is het middenkader en de vaardigheden van het management. Dit werd besproken door alle respondenten. Meer specifiek zorgt een sterk management en middenkader voor de continuïteit van de onderneming na de deal. Het belang van human capital werd aangehaald in de wetenschappelijke literatuur (Lee et al., 2018). In het onderzoek van Lee et al. (2018), werd echter gefocust op het feit dat een divers human capital zorgt voor een grotere slaagkans. De respondenten, alsook de cases gingen hier niet dieper op in dus verwijzen we naar het onderzoek van (Lee et al., 2018) wegens een gebrek aan data.

Het derde nieuwe punt dat aangereikt werd zijn twee factoren die met elkaar te maken hebben, namelijk de markt en de concurrentie. Hierbij is het vooral van belang dat managers voldoende onderzoek voeren naar de markt en de concurrentie alvorens te kiezen voor een M&A.

Concurrenten kunnen hierbij opduiken als potentiële koper, dus is het belangrijk om de positie en werking van de concurrentie te kennen. Volgens Andrade et al. (2001) leiden overnames door concurrenten in de markt sneller tot een succes door de aanwezige marktkennis. Respondent 1, 2, 3, 4, 5, 6 en 7 bevestigen dit als een factor die meerwaarde genereert.

Het vierde punt gaat dieper in op het meten en uitdrukken van een meerwaarde. In het onderzoek van Renneboog et al. (2019), blijkt dat economische wetenschappers nog geen algemene methode gevonden hebben om meerwaardes uit te drukken. Dit wordt bevestigd door het feit dat de respondenten zelf ook telkens verschillende tools aanhalen. Bijgevolg maken ze volgens Delen et al. (2013) gebruik van ratio's, die volgens Woodlock et al. (2009) gebaseerd zijn op assumpties. Dit wordt door respondent 6 bevestigd. Deze adviseur stelde dat er gebruik gemaakt werd van IRR's, multiples en rendementsanalyses. Respondenten 2, 4 en 5 stelden dat er gebruik gemaakt werd van kwantitatieve factoren als goodwill (Respondent 4 en 5), maar ook kwalitatieve factoren als een businessplan (Respondent 2).

De vijfde factor is het argument dat horizontale overnames in dezelfde sector steeds makkelijker verlopen dan diversificatie strategieën. Peltier (2004) en Andrade et al. (2001), stellen dat M&A's makkelijker verlopen bij rivalen in dezelfde markt omdat ze de nodige marktkennis hebben en bijgevolg het marktaandeel makkelijk kunnen vergroten. Dit wordt bevestigd door respondent 1, 2, 4, 5 en 7. Echter erkennen de respondenten wel een gevaar in culturele conflicten. Erel et al. (2012) en Lee et al. (2018) erkennen deze gevaren en stellen bijgevolg net als de respondenten dat een overname best in hetzelfde land gebeurt, alsook met het in acht nemen van de bedenkingen van het personeel.

Als zesde factor wordt het belang van economieën van schaal en van scope benadrukt als een factor die een meerwaarde kan genereren. Volgens Talpová et al. (2019), is het verlagen van de productiekost per éénheid een belangrijk motief voor een M&A. Erel et al. (2012), bevestigd dit en stelt bijgevolg dat het opvullen van productiecapaciteit hierbij aansluit. Dit wordt bevestigd door respondenten 3, 4, 5 en 7. Respondent 3 voegde hier nog aan toe dat de strategie van de onderneming economieën van schaal of scope wel moet toelaten.

Tot slot werd er dieper ingezoomd op de niet financiële factoren die mogelijks een meerwaarde genereren. Li (2013), stelt dat knowhow en ervaring met M&A's een belangrijke meerwaarde generator zijn. Respondent 2 en 6 bevestigen dit, maar stellen dat het belang van naambekendheid niet genegeerd mag worden. Verder stellen Makri et al. (2010) en Maran et al. (2021) dat technologie hierbij een belangrijke factor kan zijn. Wanneer de verkoper bepaalde technologie heeft die de koper zoekt, is dit een belangrijke meerwaarde generator. Dit wordt bevestigd door respondent 5.

#### **1.4. Factoren die een minderwaarde genereren**

In eerste instantie werd er bij dit onderdeel opnieuw gefocust op de factoren die niet voorkomen in de verwerkte wetenschappelijke literatuur. De belangrijkste factor die naar voren kwam is het te veel betalen voor een M&A. Respondent 3 als 5 haalden hierbij aan dat de oorsprong meestal te vinden is in managers die te graag een deal willen sluiten. Volgens respondent 1 en 5 kan een mogelijke oorzaak ook het onderschatten van de kosten zijn die gepaard gaat met een M&A. Meer specifiek de kost van een goed management, alsook de kennis die het management bezit over de markt die plots wegvalt.

De tweede factor die besproken werd, is het meten van een minderwaarde. Volgens Delen et al. (2013), is het gebruik van financiële ratio's het meest voor de hand liggend. Het nadeel hieraan is volgens Renneboog et al. (2019) dat er te veel factoren zijn om uit te kiezen, alsook het feit dat ratio's onderhevig zijn aan assumpties (Woodlock et al., 2009). Tijdens de bevraging in de diepte-interviews werd het meten van de minderwaarde onderbelicht waardoor we ons aansluiten bij Peltier (2004), die stelt dat er te weinig onderzoek gebeurt is naar deze factoren. Respondent 1 haalde wel aan dat het belangrijk is om een vergelijkingspunt te kiezen wanneer men de waarde gaat vergelijken met een ander punt in de tijd.

Een derde factor is volgens Moeller et al. (2004) dat de complexiteit van een M&A toeneemt naargelang de grootte van het bedrijf. De belangrijkste reden hiervoor is volgens Gomes et al. (2013), als Weber et al. (1992), het aanpassen van de bedrijfscultuur en het risico op een cultureel conflict. Dit werd bevestigd door M&A-adviseurs 2, 3, 6 en 7. Het gaat hierbij vooral om het voorzien van een goede post-merger integratie.

De vierde factor is volgens Erel et al. (2012) het feit dat landsgrenzen zowel fysiek als niet fysiek een barrière vormen voor een M&A. Het gaat hierbij om het aanpassen aan het taxatieregime, het implementeren van de cultuur, alsook het opzetten van een goede communicatie (Hubbard et al. (2001). Talpová et al. (2019) voeren hier nog aan toe dat dit de duurtijd van het M&A-proces verlengt waardoor bijgevolg makkelijker een minderwaarde gerealiseerd wordt. Alle respondenten haalden aan dat cultuurverschillen als taxatie een rol spelen bij het realiseren van een minderwaarde en bevestigden bijgevolg de bevindingen van de wetenschappelijke literatuur. Respondent 1 haalde als extra element aan dat deals in hetzelfde land dealzekerheid vergroten.

Als vijfde factor wordt er dieper ingegaan op de rol van menselijke fouten bij een M&A. In eerst instantie wordt volgens Lee et al. (2018) de rol van het menselijk kapitaal onderschat bij het uitwerken van een M&A. Respondent 3 ondersteunt deze theorie. Levi et al. (2014), stelt dat werknemers met verschillende culturen een meerwaarde bieden voor een M&A. Hierin volgen we het onderzoek van Levi et al. (2014), omdat de respondenten hier niet verder op ingaan. Vervolgens zien we volgens Hoffman (2013) stelt dat een gebrek aan kennis leidt tot een minderwaarde, wat ook bevestigd wordt door respondent 4 en 5 door het gebrekkig voeren van onderzoek in de due diligence fase. Renneboog et al. (2019) stellen nog dat overmoed een belangrijke rol speelt bij het uitwerken van een M&A. Respondenten 5 en 6 ondersteunen dit door te stellen dat een gebrek aan communicatie de basis vormen voor overmoed.

Tot slot werd de rol van informatie asymmetrie onderzocht bij een M&A (Gomes et al., 2013). Respondenten 4, 5 en 6 bevestigen dat informatie asymmetrie een rol speelt bij een M&A door te stellen dat beide partijen onderhevig zijn aan mogelijke communicatie stoornissen. Respondenten 1, 2 en 3 stelden dat informatie asymmetrie praktisch onbestaand is door de aanwezigheid van een dataroom waarin de koper zoveel due diligence op kan uitvoeren als hij winst. De theorie van Schleifer et al. (2003) omtrent het agency conflict en de theorie van Burchardi et al. (2019)

omtrent moral hazard kunnen niet bevestigd worden doordat de respondenten hier niet dieper op ingingen.

### **1.5. De invloed van waardering**

Als laatste deel van het onderzoek werd er dieper ingezoomd op het belang van een goede waardering (Hoffman, 2013). Renneboog et al. (2019) haalden hierbij aan dat er makkelijker een meerwaarde gerealiseerd kan worden wanneer men wordt bijgestaan door een goede adviseur. Zowel alle respondenten als de cases, bevestigen beide onderzoeken door te stellen dat het over- of onderwaarderen van een M&A automatisch leidt tot een minderwaarde.

In tweede instantie werd er dieper ingegaan op de verschillende waarderingstechnieken. Carter et al. (2008), benadrukt het belang van de DCF-methode. Respondent 2 beaamde dat dit de belangrijkste methode is voor het uitoefenen van een waardering. Respondenten 1, 3, 5 en de cases wezen uit dat het gebruik van multiples het meest voorkomt. Hierbij verwerpen we de theorie van Carter et al. (2008).

Het derde punt zijn de veranderingen in de kapitaalstructuur. Volgens Valaskova et al. (2019) is er een verandering in de verhouding van schuld en equity. Dit principe is beter gekend als leverage. Dierkes et al. (2017) stelt hierbij dat er sprake is van een optimale kapitaalstructuur door het zoeken naar een goede WACC. Dit wordt bevestigd in alle 4 de cases, alsook door respondent 1 en 2 die het belang van schuldfinanciering bij een M&A bevestigen als een generator van meerwaarde.

Het laatste punt zijn de gevaren die gepaard gaan met het waarderen van een onderneming. Renneboog et al. (2019) haalden hierbij vooral het gevaar van overwaardering aan. Dit wordt bevestigd door respondent 2, 3, 4 en 6 door te stellen dat bedrijfsleiders de waarde van hun bedrijf in de meeste gevallen hoger inschatten dan deze effectief is. Bena et al. (2014), stelt dat er een gevaar schuilt in het aangaan van te veel schulden voor het investeren in nieuwe technologie. Respondent 4 bevestigd dit gedeeltelijk door te stellen dat de 'current trading' van bedrijven achteruit kan gaan door de veranderingen in de kapitaalstructuur.

## **2. Beperkingen**

Een eerste beperking van het onderzoek heeft betrekking op het gebruik van de geanonimiseerde cases. De vier cases die besproken werden, zijn opgemaakt door een M&A-adviseur in samenspraak met het management van het verkopende bedrijf. Omwille van de confidentialiteit die de M&A-adviseur wil garanderen ten aanzien van de verkoper, was het echter niet mogelijk om de verkopende partij te bevragen via een vragenlijst.

Een tweede beperking van het gebruik van de vier cases, is het feit dat de cijferdata die gebruikt werd van de verkopende partijen enkel uitgewerkt werd in een 'Leveraged Buy-Out' model waarbij gebruik gemaakt werd van multiples. Hierdoor worden andere technieken zoals de DCF-methode onderbelicht, omdat deze minder frequent gehanteerd worden bij dit advieskantoor.

Een derde beperking is het feit dat de diepte-interviews afgenomen via het sneeuwbal-effect. Hierdoor werd er vooral gefocust op respondenten die actief zijn als M&A-adviseurs en minder in andere sectoren als bankiers, kopers en verkopers. Dit zorgt bijgevolg voor het feit dat er gefocust wordt op de dealfase en minder op andere fases van een M&A.

Gezien er een groot aantal factoren besproken werden in de wetenschappelijke literatuur, alsook in de diepte-interviews, is het echter onmogelijk om alle factoren in detail te bespreken in dit onderzoek. Dit zorgde ervoor dat er mogelijks bepaalde belangrijke factoren besproken werden in deze studie. Bijgevolg zou dit leiden tot een verlies van het overzicht.

Een laatste beperking van het onderzoek is dat het kwalitatief onderzoek losstaat van het kwantitatief onderzoek. Concreet staan de diepte-interviews los van de bestudeerde casestudies. Het had hierbij een aanvulling kunnen zijn om de kwalitatieve studie te koppelen aan de kwantitatieve studie. Meer specifiek had het een meerwaarde kunnen geven aan het onderzoek wanneer de M&A adviseurs geïnterviewd werden over tot de inhoud van de casestudies.

### **3. Aanbevelingen voor toekomstig onderzoek**

De eerste aanbeveling die gegeven kan worden is het motief van een cash-out. De respondenten van de diepte-interviews haalden aan dat één van de belangrijkste motieven het recupereren van het vermogen van de bedrijfsleider is. Respondent 6 en 7 stelden dat het herstellen van het vermogensevenwicht belangrijk is. Renneboog et al. (2019) bespreekt dit motief, maar er is nog ruimte om dit uit te breiden.

Een tweede aanbeveling is het onderzoeken van de pre-acquisitie fase ook wel beter bekend als de planningsfase volgens Dikova et al. (2009). Deze fase wordt slechts zeer oppervlakkig besproken in deze studie. Respondent 2, als respondent 7 haalden aan dat de planningsfase belangrijk is om te onderzoeken gezien dit de basis vormt van een M&A. Een grote bron voor het realiseren van een M&A is namelijk het voeren van te weinig research.

Een derde aanbeveling kan men vinden bij de invloed van herstructureringen op M&A's. Volgens Talpová et al. (2019), is er nood aan het onderzoek van de post-merger integratie. Dit wordt bevestigd door de respondenten van de diepte-interviews. Bedrijfsleiders onderschatten het belang van een goede integratie na de overname. Deze fase dient bijgevolg verder onderzocht te worden om een beter begrip te creëren waarom managers de integratie over- of onderschatten, alsook over de timing van de herstructureringen. Respondent 7 haalde aan dat herstructureringen vaak te snel beginnen.

Vervolgens kan er in de toekomst dieper ingegaan worden op het diversiteitsonderzoek van Lee et al. (2018). Dit onderzoek stelt dat een divers human capital de slaagkansen van een M&A verhogen. In dit onderzoek kunnen we geen ondersteuning bieden voor deze hypothese, gezien er een gebrek aan data is voor dit specifieke fenomeen.



Ten vijfde bleek uit de diepte-interviews dat het nuttig kan zijn om in de toekomst onderzoek te voeren naar de volgende factoren die volgens de experts een meerwaarde genereren, namelijk: recurrentie van cashflows, blue oceans, het belang van customer retention, de rol van buy & builds, het belang van reputatie en naambekendheid (Maran et al. 2021).

Tot slot raden de respondenten uit de diepte-interviews aan om onderzoek te doen naar de volgende factoren die een minderwaarde genereren, namelijk: het belang van taxatie of wetgeving, de effecten van overleveraging, de impact van M&A's op het milieu, de post-merger integratie, het hebben van te weinig marktkennis en de effecten van een slecht management.

## Conclusie

In dit onderzoek staat de volgende vraag centraal: "In welke mate wordt de verwachte meerwaarde van een M&A werkelijk gerealiseerd en wat zijn de drijvende factoren?" We volgen hierbij de visie van Talpová et al. (2019) en Renneboog et al. (2019), die beide stellen dat het lastig is om in te schatten hoe groot de kans is dat men effectief een meerwaarde genereert. We stellen hierbij dat in de fase vóór de bedrijfscombinatie een meerwaarde voorop gesteld wordt die men ná de overname gaat vergelijken met de effectief gerealiseerde meerwaarde om te kijken in welke mate de M&A een succes was (Respondent 1).

In eerste instantie werden de motieven bekeken om een M&A uit te voeren. De motieven zijn: het voorzien van opvolging of continuïteit (Repondent 6, 7), het realiseren van anorganische groei (Talpová et al., 2019), het uitwerken van mogelijke synergiën (Derwinkel-Kalk et al., 2016), de mogelijkheid tot het herstructureren van het bedrijf in zijn geheel (Djankov et al., 2002) en het veranderen van de kapitaalstructuur (Valaskova et al., 2019). Het is hierbij belangrijk om vast te stellen dat een groot aantal ondernemers kiest voor een M&A omdat dit een snelle manier is om te kunnen groeien (Ferdinandov, 2020).

Vervolgens stellen we vast dat de wetenschappelijke literatuur 3 fases erkent voor het uitvoeren van een M&A (Talpová et al., 2019), namelijk: de pré-acquisitie fase, de dealfase en de post-acquisitie fase. De studie toont echter aan dat er in realiteit meerdere subfasen aanwezig zijn. Hierbij werden de volgende subfasen vastgesteld binnen de dealfase alleen: pitch, engagement letter, marketingplan, process letter & NBO, due diligence, BO & LOI en signing & closing (Respondent 2). Het kan hierbij nuttig zijn voor verder onderzoek om de subfasen vóór, als ná de M&A in kaart te brengen (Dikova et al., 2009; Talpová et al., 2019).

Het hart van dit onderzoek zijn de factoren die een meerwaarde genereren voor een M&A. Hierbij stellen we vast dat de volgende factoren een belangrijke rol spelen en bevestigd worden in het onderzoek: stabiele en gezonde financiële cijfers zowel voor als na de overname (Case A, B, C), het installeren van een sterk en vaardig human capital (alook een middenkader) (Lee et al., 2018), het verzamelen van voldoende marktkennis waarbij een duidelijk overzicht gemaakt wordt van de mogelijke competitie (Respondent 1, 2, 3, 4, 5, 6 en 7), het uitvoeren van horizontale overnames (overnames in dezelfde sector) binnen de landsgrenzen (Erel et al., 2012), het realiseren van schaalvoordelen (Talpová et al., 2019; Erel et al., 2012) en het hebben van voldoende knowhow en ervaring (meestal via een M&A-adviseur) (Respondent 2, 5 en 7). Renneboog et al. (2019) stelt hierbij dat het moeilijk is om alle factoren te bevatten in één onderzoek. Factoren die een meerwaarde uitdrukken dienen volgens de respondenten best uitgedrukt te worden in IRR's, rendementsanalyses alook via kwalitatieve factoren als een businessplan (Respondent 6).

Verder werd ook gekeken naar de factoren die mogelijk een minderwaarde genereren bij het uitvoeren van een M&A. Hier kwamen de volgende factoren naar boven: het onderschatten van de

kost van een M&A (zowel tijd als effectieve kost) (Respondent 5), het voeren van te weinig onderzoek vóór de bedrijfscombinatie (Respondent 2, 5), de grootte van het bedrijf (vooral te grote bedrijven zorgen voor complexiteit) (Moeller et al., 2004), landsgrenzen die fysiek als niet fysiek een barrière vormen (Erel et al., 2012), menselijke fouten (intentioneel en niet intentioneel) (Respondent 3) en informatie asymmetrie (Gomes et al., 2013). Volgens Renneboog et al. (2019) zijn hier opnieuw veel verschillende factoren aanwezig waardoor het onmogelijk is om deze allemaal samen te vatten in één onderzoek. Net zoals bij factoren die een meerwaarde genereren, dienen deze factoren uitgedrukt te worden in dezelfde kwalitatieve, alsook kwantitatieve factoren (Respondent 2).

Tot slot werd er dieper ingegaan op de invloed van de waardering op een M&A. Volgens Renneboog et al. (2019), is het belangrijk om zich in deze fase bij te laten staan door een goede M&A-adviseur. De reden hiervoor is dat er veranderingen in de kapitaalstructuur zullen plaatsvinden zoals een sterke toename van de schuld door het creëren van leverage (Respondent 6; Dierkes et al., 2017), gedefinieerd als een toename in de financiële schuld om de rendementen op het geïnvesteerde kapitaal te verhogen (Berent. 2011), die best geoptimaliseerd worden door experts met de nodige kennis (Renneboog et al. 2019). Indien dit niet het geval is, kan er een over- of onderwaardering van de onderneming gebeuren die makkelijker leiden tot het genereren van een minderwaarde (Renneboog et al., 2019). Voor het waarderen van een onderneming zijn er verschillende technieken, maar de meest gebruikt methode in de wetenschappelijke literatuur is de DCF-analyse (Carter et al., 2008), in tegenstelling tot de meest gebruikte methode in de bedrijfswereld bedrijfsleven namelijk multiple-analyses (Respondent 1, 3 en 5).

Deze studie concludeert dat er reeds een grote hoeveelheid aan kennis aanwezig is in het wetenschappelijk onderzoek, maar dat er sommige vlakken een mismatch kan ontstaan tussen de literatuur en de praktijk in de bedrijfswereld.

## Bibliografie

- Anderson, B. (1997). Bagdikian, Ben H. The Media monopoly. *Counterpoise*, 1(4), 40.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103–120
- Andriosopoulos, D., Yang, S., & Li, W. A. (2016). The market valuation of M&A announcements in the United Kingdom. *International Review of Financial Analysis*, 48, 350-366.
- Angwin, D. N. (2001). Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on pre-acquisition due diligence and the use of professional advisors. *Journal of World Business*, 36, 32–57.
- Balcerzak, A. P., Kliestik, T., Streimikiene, D., & Smrcka, L. (2017). Non-parametric approach to measuring the efficiency of banking sectors in European Union Countries. *Acta Polytechnica Hungarica*, 14(7), 51-70.
- Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). How do firms learn to make acquisitions? A review of past research and an agenda for the future. *Journal of Management*, 34(3), 594-634.
- Barkema, H. G., & Schijven, M. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *Academy of management journal*, 51(4), 696-722.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic management journal*, 35(2), 269-291.
- Bearman, M., & Dawson, P. (2013). Qualitative synthesis and systematic review in health professions education. *Medical education*, 47(3), 252-260.
- Bena, J., & Li, K. (2014). Corporate innovations and mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 69(5), 1923-1960.
- Benndorf, V., & Martinez-Martinez, I. (2017). Perturbed best response dynamics in a hawk-dove game. *Economics Letters*, 153, 61-64.
- Berent, T. S. (2011). Financial Leverage Risk: New Definition And Empirical Illustration. *The Risk of Investment Products: From Product Innovation to Risk Compliance*, 179.
- Bohlin, N., Daley, E., & Thomson, S. (1998). Successful post-merger integration: realizing the synergies. *PRISM-CAMBRIDGE MASSACHUSETTS-*, 37-50.
- Bonnet, C., & Philip Schain, J. (2020). An empirical analysis of mergers: Efficiency gains and impact on consumer prices. *Journal of Competition Law & Economics*, 16(1), 1-35.
- Burchardi, K. B., Gulesci, S., Lerva, B., & Sulaiman, M. (2019). Moral hazard: Experimental evidence from tenancy contracts. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(1), 281-347.
- Chandrakala, V. G., & Devaru, S. D. B. (2013). Blue ocean strategy and bottom of the pyramid marketing. *International Journal of Management Research and Reviews*, 3(7), 3080.
- Circulaire 2020/C/50

- Cisi, M., & Centrone, F. A. (2021). The human capital for value creation and social impact: the interpretation of the IR's HC definition. *Sustainability*, 13(13), 6989.
- Clark, A. (2017, 21 februari). *Rent rise brings down curtain on easyCinema*. the Guardian. <https://www.theguardian.com/business/2006/may/29/film.filmnews>
- Conlon, C., Timonen, V., Elliott-O'Dare, C., O'Keeffe, S., & Foley, G. (2020). Confused about theoretical sampling? Engaging theoretical sampling in diverse grounded theory studies. *Qualitative Health Research*, 30(6), 947-959.
- Dash, A. P. (2013). *Mergers and acquisitions*. IK International Pvt Ltd.
- Delen, D., Kuzey, C., & Uyar, A. (2013). Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach. *Expert systems with applications*, 40(10), 3970-3983.
- Demirtaş, G. (2017). Board involvement in the M&A negotiation process. *International Review of Financial Analysis*, 50, 27-43.
- Dertwinkel-Kalt, M., & Wey, C. (2016). Evidence production in merger control: The role of remedies. *DICE Discussion Papers 217*, University of Düsseldorf, Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE).
- Dierkes, S., & Schäfer, U. (2017). Corporate taxes, capital structure, and valuation: Combining Modigliani/Miller and Miles/Ezzell. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(2), 363-383.
- Dikova, D., Sahib, P., & van Witteloostuijn, A. (2009). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 223-245.
- Djankov, S., & Murrell, P. (2002). Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 739-792. doi:10.1257/jel.40.3.739
- Eckbo, B., & Wier, P. (1985). Anti-merger Policy Under the Hart-Scott-Rodino Act: a Reexamination of the Market Power Hypothesis, in: *Journal of Law and Economics*, 28 (1), 119-149.
- Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of finance*, 67(3), 1045-1082.
- Ferdinandov, N. (2020). How does a Merger or Acquisition announcement could influence the acquirer's stock price?.
- Gama, A. P. M., & Galvão, J. M. M. (2012). Performance, valuation and capital structure: survey of family firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(2), 199-214.
- Garzella, S., & Fiorentino, R. (2014). A synergy measurement model to support the pre-deal decision making in mergers and acquisitions. *Management Decision*.
- Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, Y., & Yedidia Tarba, S. (2013). Critical success factors through the mergers and acquisitions process: revealing pre-and post-M&A connections for improved performance. *Thunderbird international business review*, 55(1), 13-35.
- Hart, Oliver, and Bengt Holmstrom, 2010, A theory of firm scope, " *Quarterly Journal of Economics* 125, 483–513.

- Hartman, J. C., & Schafrick, I. C. (2004). The relevant internal rate of return. *The Engineering Economist*, 49(2), 139-158.
- Heaton, J.B., 2002. Managerial optimism and corporate finance. *Financ. Manag.* 31 (2), 33-45.
- Heller, Y., Peleg-Lazar, S., & Raviv, A. (2019). A closed-form solution to the risk-taking motivation of subordinated debtholders. *Economics Letters*, 181, 169-173.
- Hoberg, G., & Phillips, G. (2010). Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3773-3811.
- Hoffmann, N. (2013). Discounted cash flow valuation for small cap M&A integration. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(2), 116-121.
- Howell, R. (1970). Plan to integrate your acquisitions. *Harvard Business Review*, 48, 66-77.
- Hubbard, N., & Purcell, L. (2001). Managing employee expectations during acquisitions. *Human Resource Management Journal*, 11, 17-33.
- Ibrahimi, M. (2018). *Mergers & acquisitions: Theory, strategy, finance*. John Wiley & Sons.
- Inselbag, I., & Kaufold, H. (1997). Two DCF approaches for valuing companies under alternative financing strategies (and how to choose between them). *Journal of applied corporate finance*, 10(1), 114-122.
- Koi-Akrofi, G. Y. (2016). Mergers and acquisitions failure rates and perspectives on why they fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1), 150.
- Kotter, J. P. (1978). Power, success, and organizational effectiveness. *Organizational Dynamics*, 6(3), 27-40.
- Latukha, M. O., & Panibratov, A. Y. (2013). Is the role of HRM strategic in M&A success? Exploring the involvement of HRM in a due diligence process. *Journal of General Management*, 39(1), 27-54.
- Lee, K. H., Mauer, D. C., & Xu, E. Q. (2018). Human capital relatedness and mergers and acquisitions. *Journal of financial Economics*, 129(1), 111-135.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200.
- Li, X. (2013). Productivity, restructuring, and the gains from takeovers. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 250-271.
- LIN, L., Lee, C. F., & Kuo, H. C. (2013). Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses. *Encyclopedia of finance*, 541.
- MacDonald, R. (2005). A template for shareholder value creation on M&As. *Strategic Direction*, 21(5), 3-10.
- MacDonald, R. (2005). A template for shareholder value creation on M&As. *Strategic Direction*, 21(5), 3-10.
- Makri, M., Hitt, M., & Lane, P. J. (2010). Complementary technologies, knowledge relatedness, and invention outcomes in high technology mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 31, 602-628.

- Maksimovic, V., Phillips, G., & Prabhala, N. R. (2011). Post-merger restructuring and the boundaries of the firm. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 317-343.
- Malmendier, U., Moretti, E., & Peters, F. S. (2018). Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *The Review of Financial Studies*, 31(8), 3212-3264
- Maran, L., & Parker, L. (2021). Non-financial motivations in mergers and acquisitions: The Fiat–Ferrari case. *Business History*, 63(4), 606-667.
- Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2007). *Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives*. Pearson education.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mitchell, M., Pulvino, T., & Stafford, E. (2004). Price pressure around mergers. *The Journal of Finance*, 59(1), 31-63.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, 201–228.
- Morosini, P. (1998). *Managing cultural differences: Effective strategy and execution across cultures in global corporate alliances*. Oxford, England: Elsevier Science.
- Mortelmans, D. (2013). *Handboek kwalitatieve onderzoeksmethoden* (p. 563). Leuven: Acco.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Netter, J., Stegemoller, M., & Wintoki, M. B. (2011). Implications of data screens on merger and acquisition analysis: A large sample study of mergers and acquisitions from 1992 to 2009. *The Review of Financial Studies*, 24(7), 2316-2357.
- Peltier, S. (2004). Mergers and acquisitions in the media industries: were failures really unforeseeable?. *Journal of Media Economics*, 17(4), 261-278.
- Popp, K. M. (2013). *Mergers and Acquisitions in the Software Industry: Foundations of due diligence*. BoD–Books on Demand.
- Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 58, 650-699.
- Salame, R. (2006). *Why Do Mergers Fail?, What Can Be Done To Improve Their Chances Of Success*. *Key Strategy*.
- Sarrazin, H., & West, A. (2011). Understanding the strategic value of IT in M&A. *McKinsey Quarterly*.
- Schoar, A., 2002. Effects of corporate diversification on productivity. *J. Financ.* 57 (6), 2379–2404.
- Schweiger, D. M., & Weber, Y. (1992). Strategies for managing human resources during mergers and acquisitions: An empirical investigation. In *Human Resource Planning* (pp. 101-118). Gabler Verlag.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.

- Sirower, M. L. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. Canmmeray: Simon and Schuster
- Smith, A. (1937). *The wealth of nations [1776]* (Vol. 11937). na.
- Statista. (2022, 31 oktober). *Number of M&A deals globally 2010-2021*. <https://www.statista.com/statistics/267368/number-of-mergers-and-acquisitions-worldwide-since-2005/>
- Steger, U., & Kummer, C. (2007). *Why merger and acquisition (M & A) waves reoccur: The vicious circle from pressure to failure*. Lausanne, Switzerland: IMD.
- Stott, J. (2003). EnCana's Morgan: Focus, speed key to merger succes. *Oil & Gas Journal*, 101(16), 31-31.
- Talpová, B. S. Ž., & Balderas, B. L. E. M. (2019) MERGERS AND ACQUISITIONS BY MULTINATIONAL FIRMS.
- Tanna, S., Yousef, I., & Nnadi, M. (2020). Probability of mergers and acquisitions deal failure. *Journal of Financial Economic Policy*, 13(1), 1-30.
- Valaskova, K., Lazaroiu, G., Olah, J., Siekelova, A., & Lancova, B. (2019). HOW CAPITAL STRUCTURE AFFECTS BUSINESS VALUATION: A CASE STUDY OF SLOVAKIA. *Central European Business Review*, 8(3).
- Valaskova, K., Lazaroiu, G., Olah, J., Siekelova, A., & Lancova, B. (2019). HOW CAPITAL STRUCTURE AFFECTS BUSINESS VALUATION: A CASE STUDY OF SLOVAKIA. *Central European Business Review*, 8(3).
- Valliere, D., Ni, N., & Wise, S. (2008). Prior relationships and M&A exit valuations: a set-theoretic approach. *The Journal of Private Equity*, 11(2), 60-72.
- Weber, Y., & Pliskin, N. (1996). The effects of information systems integration and organizational culture on a firm's effectiveness. *Information & Management*, 30, 81-90.
- Weber, Y., & Tarba, S. Y. (2010). Human resource practices and performance of M&A in Israel. *Human Resource Management Review*, 20, 203-211.
- Weber, Y., Tarba, S. Y., & Reichel, A. (2009). International mergers and acquisitions performance revisited—The role of cultural distance and postacquisition integration approach. In C. Cooper & S. Finkelstein (Eds.), *Advances in Mergers and Acquisitions* (8th ed.). New York, NY: JAI
- Xie, F., Wang, T., & Schochet, S. (2022). Does the market value M&A risk factor disclosures? Evidence from the involvement of investment bank advisors. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 33(1), 100-110.
- Yin, R. K. (2003). *Case study research: Design and methods*, 3<sup>rd</sup> ed. Thousand Oaks, CA: Sage.





# Bijlagen

## 1. Interviewleidraad

### **Toelichting onderzoeksvraag: In welke mate wordt de verwachte meerwaarde van een M&A werkelijk gerealiseerd en wat zijn de drijvende factoren?**

Dit onderzoek wordt uitgevoerd in het kader van een masterproef aan de universiteit Hasselt. Het onderzoek gaat dieper in op de verschillende aspecten van een M&A. Concreet wordt er gekeken naar de factoren die een meer- of een minderwaarde kunnen realiseren bij het uitvoeren van een M&A. Uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dat er een aantal kwalitatieve als kwantitatieve factoren invloed uitoefenen op het succes van een M&A. Als uitbreiding voor het aanvullen en bevestigen van de literatuur werd u uitgenodigd voor het afnemen van een interview.

#### **Algemene vragen:**

- 1) Wat is uw leeftijd?
- 2) Welke opleiding(en) heeft u gevolgd?
- 3) Welke functie heeft u binnen het bedrijf?
- 4) Hoe lang voert u deze functie reeds uit?
- 5) Bent u al lang werkzaam binnen het bedrijf?

#### **Sub 1: Motieven van een M&A**

- 1) Welke instrumenten hanteert u voor het inschatten van de toekomstige groei van de overnemende partij?
- 2) Welke technieken hanteert u voor het berekenen van synergiën bij een overname?
- 3) Heeft u ervaring met het uitvoeren van herstructureringen van ondernemingen bij een M&A?
- 4) Welke veranderingen in de kapitaalstructuur stelt u vast bij het uitvoeren van een M&A?

#### **Sub 2: Fases van een M&A**

- 1) Welke fases herkent u bij het uitvoeren van een M&A?
- 2) Kan u een omschrijving geven van hoe de onderhandelingen van een M&A verlopen?

#### **Sub 3: Factoren die een meerwaarde genereren**

- 1) Welke maatstaven gebruikt u voor het uitdrukken van een meerwaarde?
- 2) Hoe genereert een M&A in dezelfde sector een meerwaarde? Welke technieken gebruikt u om dit te waarderen?
- 3) Economieën van schaal of van scope, spelen deze een belangrijke rol bij het kiezen voor een M&A?
- 4) Welke kwalitatieve factoren herkent u die een meerwaarde genereren voor de koper bij het uitvoeren van een M&A?

#### **Sub 4: Factoren die een minderwaarde genereren**

- 1) Gebruikt u dezelfde maatstaven voor het uitdrukken van een minderwaarde?
- 2) Speelt de grootte van het bedrijf een rol voor het uitdrukken van een minderwaarde?
- 3) Hoe vormen landsgrenzen een barrière bij het uitvoeren van een M&A?
- 4) Herkent u zelf menselijke fouten die frequent voorkomen bij een M&A? Over welke fouten gaat het dan zoal en waarom?
- 5) Op welke manier speelt informatie asymmetrie een belangrijke rol voor het genereren van een minderwaarde van een M&A?

#### **Sub 5: De invloed van de waardering op een M&A**

- 1) Welke technieken hanteert u voor het waarderen van een onderneming?
- 2) Op welke manier heeft de kapitaalstructuur van een onderneming invloed op de waardering?
- 3) Welke gevaren erkent u bij het inschatten van de waarde van een onderneming?

#### **Slot:**

- 1) Heeft u zelf nog zaken die u wil toevoegen?
- 2) Heeft u nog feedback op het interview?

## **2. Cases**

### **2.1. Case A**



Case A  
(Geanonimiseerd).pdf

### **2.2. Case B**



Case B  
(Geanonimiseerd).pdf

### **2.3. Case C**



Case C  
(Geanonimiseerd).pdf

### **2.4. Case D**



Case D  
(Geanonimiseerd).pdf

### 3. Datastructuur

